

SONDERBEILAGE: ASSET MANAGEMENT

Marktneutrale Strategien im Ucits-III-Mantel stoßen auf Zuspruch

Durch die Kombination verschiedenster Ansätze lassen sich individuelle Lösungen im Kontext einer Gesamtstrategie abbilden

Börsen-Zeitung, 21.5.2010
Für die Asset-Management-Branche waren insbesondere zwei Erkenntnisse aus der Finanzkrise 2008 besonders wichtig:

- Total-Return-Strategien auf Basis einer klassischen Asset-Allokation haben enttäuscht, da die unterstellten Korrelationen zwischen den Anlageklassen in der Krise nicht gehalten haben.
- Das Vertrauen in die Asset Manager im Allgemeinen wurde geschädigt und kann nur durch ein Mehr an Transparenz und Sicherheit für Investoren zurückgewonnen werden.

Der folgende Artikel beschäftigt sich daher mit der Umsetzung von

ohne ein von vornherein definiertes festes Marktrisiko („Beta“) subsumiert. In einer engeren Fassung des Begriffs liegt Marktneutralität insbesondere dann vor, wenn ein Wertpapier an einer Börse gekauft und im direkten Gegenzug an einer anderen Börse verkauft wird und somit unabhängig von der Entwicklung des Basismarktes ein positiver Ertrag erzielt wird. Durch die zunehmende Effizienz an den standardisierten und hochliquiden Wertpapierbörsen haben diese marktneutralen, „reinen“ Arbitrage-Strategien zum Teil an Attraktivität verloren, was in der Summe zu einer Erweiterung des Begriffs geführt hat.

Beispielsweise zeigt auch die Idee hinter der historisch betrachtet ältesten Hedgefondsstrategie „Long/Short Equity“, also unterbewertete Aktien zu kaufen und gleichzeitig überbewertete Aktien zu verkaufen, Züge von „Marktneutralität“: Unabhängig von der Entwicklung des Aktienmarktes entwickeln sich die gekauften Aktien besser als die verkauften Aktien, sodass in der Summe ein positiver Ertrag erwirtschaftet werden kann. Die Strategie ist allerdings nicht zwangsläufig „betaneutral“, da der beschriebene Effekt beispielsweise dadurch hätte erzielt werden können, dass im fallenden Markt offensive Unternehmen (hohes Beta) des Technologiesektors verkauft und dagegen defensive (niedriges Beta) Versorger gekauft werden. Die Gesamtperformance der Strategie ist entsprechend positiv, allerdings wird an diesem kurzen Beispiel eines deutlich: „Marktneutral“ ist nicht zwangsläufig mit „betaneutral“ gleichzusetzen, und daher erscheint es sinnvoll, das Konzept der Marktneutralität um Ansätze ohne festen „Bias“ zu einer bestimmten Asset-Klasse zu erweitern. Marktneutrale Strategien nach dieser Lesart zeichnen sich somit dadurch aus, dass eine positive Performance erzielt werden kann, unabhängig davon, ob der Basismarkt eine positive Wertentwicklung verbucht.

Neben dem reinen Anlageerfolg der Strategie ist für den Investor auch die Verpackung, in der das Konzept dargereicht wird, in den vergangenen Jahren und insbesondere im Zuge der jüngsten Finanz- und Wirtschaftskrise wichtiger geworden. Aus unserer Sicht hat sich als Mittel der Wahl hierbei eindeutig der Ucits-III-konforme Publikumsfonds durchgesetzt. Die Gründe hierfür sind vielfältig, insbesondere lassen sich die folgenden Argumente anführen:

- hohe Transparenz durch tägliche Ermittlung des Fondspreises und Durchschau auf die Einzelholdings des Fonds,
- mehr (Rechts-)Sicherheit für Investoren durch Regulierung der Fondshülle,
- keine Vollkonsolidierung für IFRS-Bilanzierende unter bestimmten Voraussetzungen,
- effiziente Umsetzung für Nischenstrategien auch in kleineren Losgrößen,
- einfache und unkomplizierte Durchführung von Investitions- bzw. Desinvestitionsentscheidungen,
- kontinentaleuropäische Vergütungsstruktur und
- gegenseitige Kontrolle von Depotbank und Kapitalanlagegesellschaft (KAG).

Im vergangenen Jahr hat Berenberg Asset Management begonnen, seine zuvor in Spezialmandaten umgesetzten marktneutralen Investmentstrategien auch in Form von Ucits-III-konformen Publikumsfonds anzubieten, und stieß damit seitens der Investorenschaft auf sehr positive Resonanz. Beispielhaft sollen nachfolgend drei Strategien mit marktneutralem Charakter hinsichtlich ihrer Konzeption und Wirkungsweise näher beleuchtet werden.

Praxisbeispiel

Marktneutrale Optionsstrategie auf Renten – Es handelt sich hierbei um eine Total-Return-Strategie zur Erzielung marktneutraler Renditen am Rentenmarkt. Ein konservatives

Berenberg Currency Alpha-Universal-Fonds

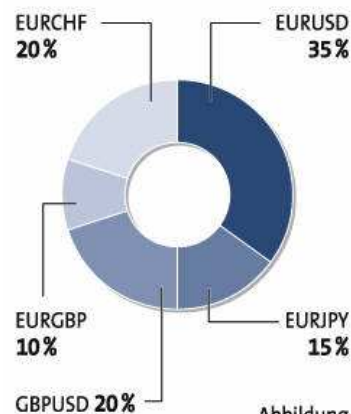


Abbildung 3

© Börsen-Zeitung

Quelle: Berenberg Bank

marktneutralen Strategien im Ucits-III-Mantel, deren Verbreitung aus unserer Sicht eine logische Konsequenz der beschriebenen Ausgangslage darstellt.

Unterschiedliche Auslegung

Zur Eingrenzung des Begriffs „marktneutral“ muss zunächst festgestellt werden, dass keine einheitliche Definition für diesen Ausdruck existiert. In der Praxis werden unter diesem Terminus vor allem Arbitrage, Long/Short und Strategien

Verpackung wird wichtiger

Rentenportfolio bestehend aus kurzlaufenden europäischen Staatsanleihen erwirtschaftet die Basisverzinsung. Der eigentliche Mehrwert der Strategie resultiert aus Zusatzrenditen einer Renten-Optionsstrategie auf Basis des eigenentwickelten DyMACS-Modells. Die Ausgestaltung der Optionsstrategie erfolgt zudem entsprechend der modellbasierten Markteinschätzung und unter Berücksichtigung der Volatilität des Basismarktes.

Als Entscheidungsgrundlage im DyMACS-Modell dient einerseits die Annahme, dass die künftige Entwicklung der Märkte von den jeweiligen Phasen des Wirtschaftszyklus abhängt, die sich zum Teil durch makroökonomische Faktoren prognostizieren lassen. Andererseits bezieht das Modell mit ein, dass die Marktentwicklung, vor allem kurzfristig, von der Stimmung und den Emotionen der Marktakteure getrieben wird. Das wissenschaftliche Erklärerüst liefert dabei die Hypothese der adaptiven Märkte, welche die Verknüpfung verschiedener Indikatorengruppen zu einem Gesamtkonzept propagiert. Innerhalb des DyMACS-Modells sind daher die als Entscheidungsgrundlage fungierenden Indikatorengruppen (fundamental, technisch, Sentiment) in etwa gleich gewichtet. Die quantitative Auswertung der Indikatoren wird im Anschluss zu einem Scoring-Wert verdichtet. Die Scoring-Werte werden in zwei Scoring-Bänder unterteilt, auf deren Grundlage zwei zum aktuellen Marktumfeld passende Optionsstrategien ausgestaltet werden. Abbildung 1 gibt einen Überblick über den Modellansatz, welcher die Grundlage der marktneutralen Rentenstrategie darstellt.

Bei der zugrunde liegenden Optionsstrategie handelt es sich um eine „Short-Strangle-Strategie“: Es werden also gleichzeitig Rentenkauf- und Verkaufsoptionen verkauft, wobei der Gewinnbereich in Richtung der Markterwartung aus dem DyMACS-Modell verschoben wird.

Marktneutrale Optionsstrategie auf Aktien – Das vorgestellte DyMACS-Modell ist mit aktienmarktspezifischen Indikatoren auch zur Erzielung marktneutraler Renditen am Aktienmarkt einsetzbar. Das Basisinvestment bildet auch hier ein ausgewähltes Underlying mit Staatsanleihen hoher Bonität und kurzer Duration. Neben den laufenden Zinsein-

nahmen werden ebenfalls Zusatzserträge mittels einer marktneutralen Optionsstrategie erzielt. Aus der Analyse des Aktienmarktes resultieren in der Summe vier Aktienmarktszenarien: „Sehr Positiv“, „Upside Potenzial“, „Downside Risk“ oder „Sehr Negativ“. Passend zum ermittelten Marktszenario und der Schwankungsbreite des Aktienmarktes wird eine entsprechende Optionsstrategie strukturiert und umgesetzt. Abbildung 2 gibt einen Überblick über die verschiedenen Marktszenarien, die die Grundlage für die Ausgestaltung marktneutraler Strategien mit Aktienoptionen bilden.

Marktneutrale Währungsstrategie – Währungen haben den Vorteil, mit anderen Asset-Klassen weitestgehend unkorreliert zu sein, insbesondere auch, da sie gegeneinander gepreist werden. Berenberg Asset Management nutzt daher eine systematische Strategie, welche durch die opportunistische Positionierung mittels Devisentermingeschäften und auf Grundlage einer quantitativen Modellarchitektur Performance aus den Bewegungen der Wechselkurse erzielt. Der Ansatz stellt die Preisinformation ins Zentrum der Analyse, die mittels quantitativer Modelle analysiert wird. Für jedes der definierten Währungspaare wird dabei eine eigenständige Multi-Modellarchitektur konstruiert, die auf den Erkenntnissen der Behavioral-Finance-Theorie basiert. Anhaltende Preistrends in den jeweiligen Währungspaaren können somit systematisch zur Performance-Erzielung genutzt werden. Die nachfolgende Abbildung 3 gibt einen Überblick über die Asset-Allokation der im Publikumsfonds von Berenberg Asset Management umgesetzten Währungsstrategie.

Die Gewichtung der Asset-Klassen erfolgt unter Berücksichtigung von Liquiditätsaspekten in den verschiedenen Währungspaaren. Das Risikobudget der Strategie wird über verschiedene Währungen und quantitative Modelle hinweg verteilt. Trends treten im Allgemeinen in allen Währungspaaren periodisch auf und bieten Opportunitäten für eine aktive, systematische und diversifizierte Handelsstrategie. Das ideologische Konzept hierfür bildet die Behavioral Finance: Die Behavioral Finance ist ein relativ neuer Zweig der Finanzwissenschaft, der die Syntheti-

sierung von verhaltenswissenschaftlichen Erkenntnissen in die moderne Finanzmarkttheorie zum Ziel hat. Die Marktteilnehmer agieren nicht rational, ihr Verhalten ist vielmehr von verschiedenen Anomalien geprägt. Diese Ineffizienzen werden nachhaltig durch eine Modellarchitektur bestehend aus verschiedenen Einzelmodellen identifiziert und durch Long- bzw. Short-Positionierungen in den Währungspaaren genutzt.

Anomalien systematisieren

Durch die Nutzung verschiedener Modelle für unterschiedliche Zeitcluster können diverse Marktanomalien systematisiert und genutzt werden. Somit kann das Verhalten kurz-, mittel- und langfristig orientierter Marktteilnehmer modelliert, systematisiert und im Kontext eines konsistenten Ansatzes zu einer Handelsstrategie verarbeitet werden. Der Multi-Modell-Ansatz erhöht die Stabilität der Renditen und kann dabei die Volatilität der Gesamtposition verringern. Durch die Einbindung verschiedener Modelle für verschiedene Währungspaare erfolgt zudem eine Risikodiversifizierung auf Ebene der Entscheidungsarchitektur. Die Steuerung der Währungsrisiken erfolgt über insgesamt 14 Modelle. Diese Modelle sind in Bezug auf ihre Struktur und Performance-Charakteristik technische Handelsmodelle mit trendfolgendem Charakter. Sie können prinzipiell hinsichtlich der Handelshäufigkeit, der Handelssensitivität, der Modellzustände und der Input-Parameter unterschieden werden.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass vielfältige Zugänge zur Erzielung marktneutraler Renditen existieren und durch die Unterschiede in der Strategiecharakteristik weiteres Diversifikationspotenzial besteht. Durch die Umsetzung im Ucits-III-Mantel lassen sich darüber hinaus verschiedenste Ansätze kombinieren und somit individuelle Lösungen im Kontext einer Gesamtstrategie abbilden.

.....
Tindaro Siragusano, Leiter Asset Management bei der Berenberg Bank und Andreas Neumann, Leiter Investment Advisory bei der Berenberg Bank

Marktszenarien

Definition von vier Marktszenarien	
Scoringwert	Markteinschätzung
90 - 100 %	↑ Sehr positiv
67 - 89 %	↗ Upside Potential
34 - 66 %	↘ Downside Risk
0 - 33 %	↓ Sehr negativ

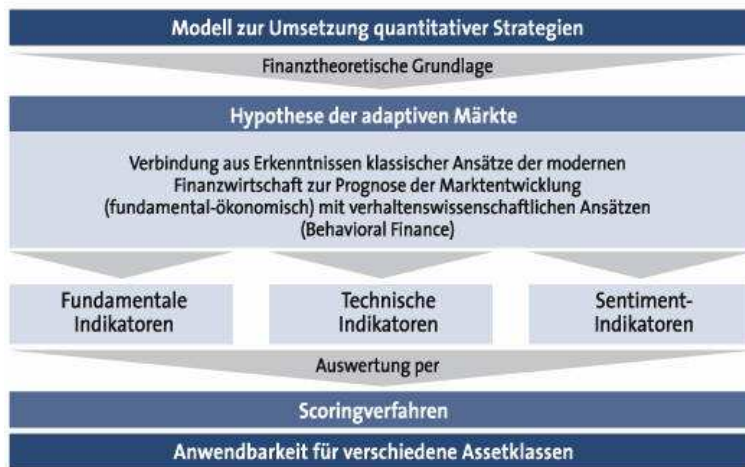
Für jedes Marktszenario wird in Folge eine passende Optionsstrategie entwickelt und implementiert.

© Börsen-Zeitung

Abbildung 2

Quelle: Berenberg Bank

Der Modellansatz



© Börsen-Zeitung

Abbildung 1

Quelle: Berenberg Bank