

Absolutreport

Neue Perspektiven im
Asset Management für
institutionelle Investoren

ISSN 1616-5373



04 | 2011 Emerging Market Debt | Dynamische Sicherung von **Durationsrisiken** über ein systematisches Overlay Management | **Regulomics** – oder: Die Auswirkungen von Solvency II | Frontier Market Investments in **Afrika** | Private-Equity-Investitionen in **notleidende Unternehmen** | **Immobilien** in der Asset Allocation institutioneller Investoren

Dynamische Sicherung von Durationsrisiken über ein systematisches Overlay Management

Andreas Neumann und Patrick Steiner

Phasen mit dauerhaft ansteigenden Zinsniveaus und entsprechend fallenden Kursen sind bei den Investoren seit nunmehr einer Dekade beinahe in Vergessenheit geraten. Die leicht negative Gesamtrendite für 10-jährige Deutsche Staatsanleihen im Jahr 2006 stellt somit lediglich eine kurzfristige Abweichung dar. Die Stimmen der volkswirtschaftlichen Analysten, die von steigenden Marktzinsen in der nächsten Zeit ausgehen, haben allerdings stark zugenommen. Ein Grund mehr für viele Investoren, den Einsatz von Sicherungsstrategien gegen Zinsänderungsrisiken zu prüfen. Andreas Neumann und Patrick Steiner von Berenberg Asset Management analysieren in ihrem Artikel die optimale Hedging-Strategie im Umfeld steigender Zinsen. Sie zeigen, wie der Einsatz eines Overlay Managements bei unterschiedlichen Szenarien erfolgen kann.

1 Einführung

Durationsrisiken lassen sich in zwei Unterarten clustern: Man unterscheidet generell zwischen Zinsduration und Credit-Spread-Duration. Hiermit wird die Sensitivität der Renten in Bezug auf Veränderungen des Marktzinsniveaus bzw. des Credit Spreads zum Ausdruck gebracht. Das Steuern der Credit Duration soll im Folgenden nicht betrachtet werden, da eine dynamische Steuerung mit aktiver und zeitnaher Implementierung von Sicherungssignalen aufgrund nicht ausreichend liquider Sicherungsinstrumente für große institutionelle Portfolios nur eingeschränkt möglich ist.

Um die Änderung des Marktzinsniveaus bzw. eine erwartete Änderung zu visualisieren, empfiehlt sich aus Praxissicht die Analyse des Euro-Bund-Futures. Hierbei liegt die Annahme zugrunde, dass es sich bei deutschen Staatsanleihen um Benchmark-Anleihen handelt, die vom Markt als „Save Haven“ angesehen werden und gegenüber denen alle anderen Anleihen mit einem Renditeaufschlag notieren.

Folglich wird sich in der Entwicklung des Euro-Bund-Futures auch am ehesten eine Marktzinsänderung unverfälscht, also ohne Credit-Effekte im Kurs niederschlagen. Der nachfolgend beschriebene Ansatz knüpft an diese Annahmen an und bietet eine Möglichkeit, mittels liquider Instrumente und unabhängig von den Credit-Effekten Zinsänderungsrisiken systematisch zu steuern.

2 Overlay Management

Unter Overlay Management versteht man das gezielte Steuern spezifischer Marktpreisrisiken innerhalb eines Portfolios. Die Umsetzung erfolgt dabei losgelöst von dem zugrunde liegenden Basisportfolio in einem separaten Overlay Portfolio.

Hierbei werden in der Regel transparente und hoch liquide Instrumente wie Futures und Forwards zur Umsetzung der Strategie eingesetzt (siehe Abb. 1).

Durch die klare Trennung von Alpha- und Beta-Management reflektiert ein systematisches Overlay Management zudem die weiter voranschreitende Aufspaltung der Wertschöpfungskette im Asset Management:

Hierbei wird mit Ausbildung von entsprechendem Spezialistenwissen häufig zum einen ein Asset Manager für die Selektion der besten Einzeltitel, zum anderen ein spezialisiertes Haus für die Steuerung des Marktpreisrisikos (hier: Duration) mandatiert.

Folgende Ziele werden generell bei der Durationssteuerung mittels Overlay verfolgt:

- Abbau von Zinsduration und somit Reduzierung von Beta im Umfeld steigender Zinsen

- Partizipation an steigenden Rentenkursen durch möglichst geringe Hedging-Aktivität
- Keine Einflussnahme auf die Qualität der Selektionsleistung der Rententitel im Underlying

Die dynamische Hedging-Strategie, welche schrittweise die Durationsrisiken steuert, basiert generell auf Signalen, welche eine entsprechende Indikation zur Sicherung bzw. zum Auflösen der Sicherung gibt. Diese Signale können entweder auf Grundlage diskretionärer Portfoliomanagemententscheidungen oder quantitativer Modelle generiert werden. Selbstverständlich sind auch Mischformen der beiden Grundkonzepte denkbar. Im Zuge der nachstehenden Analyse sollen insbesondere die Möglichkeiten zum Aufbau und zur Überwachung einer quantitativen Modellarchitektur diskutiert und die Anwendung von Overlay Management am Beispiel erläutert werden. Zunächst ist aber noch eine engere Abgrenzung des Begriffs „quantitatives Modell“ notwendig, da sich das quantitative Asset Management mittlerweile sehr



stark ausdifferenziert hat und verschiedene „Schulen“ unterschieden werden. Hierbei stehen in der Regel ökonomisch-volkswirtschaftliche Erklärungsansätze den prognosefreien, eher markttechnischen Modellen gegenüber. Für letztere bietet die Behavioral Finance das wissenschaftliche Erklärgerüst. Inwiefern die Erkenntnisse der Behavioral Finance in die Konstruktion einer Modellarchitektur einfließen können, soll im Nachgang näher beleuchtet werden.

**Sie möchten den Artikel weiter lesen?
Gerne senden wir Ihnen das Leseexemplar des
Absolutreport Nr. 4|2011 kostenlos zu.**

Absolutreport 4|2011



INHALT 04|2011

- 17 | Kommentar – Institutionelle Investoren in der Verantwortung**
DR. WOLFGANG ENGSHUBER, UNPRI
- 19 | Kommentar – ETF-Kritik gibt positive Impulse**
DR. DIRK KLEE, BlackRock
- 20 | Emerging Market Debt: Chance-Risiko-Optimierung durch effiziente Allokation in Subsegmente**
ROB DRIJKONINGEN und MATTHIAS SCHELLENBERG, ING Investment Management
- 28 | Dynamische Sicherung von Durationsrisiken über ein systematisches Overlay Management**
ANDREAS NEUMANN und PATRICK STEINER, Berenberg Bank
- 38 | Frontier Market Investments in Afrika**
JEAN-PIERRE GERBER, Bellevue Asset Management
- 46 | Private-Equity-Investitionen in notleidende Unternehmen**
DR. RAINER ENDER und DR. NILS RODE, Adveq Management AG
- 54 | Regulomics – oder: Die Auswirkungen von Solvency II**
ALEXANDER INEICHEN, Ineichen Research und Management AG und DR. THOMAS KELLER, Prime Capital AG
- 60 | Immobilien in der Asset Allocation institutioneller Investoren**
DIETMAR FISCHER, Ernst & Young Real Estate GmbH
- 74 | Drei Fragen an: Dr. Uwe Siegmund, R+V**
Die Zukunft langfristiger Investments

- Ja, ich möchte diesen Absolutreport 4|2011 als Leseexemplar anfordern.**

Neuigkeiten zu unserem Absolutreport Abonnement. Nicht nur Sie als Hauptabonnent erhalten den Absolutreport, Absolutperformance sowie den personalisierten Online-Zugang, sondern zwei Kollegen beziehen die gleichen Leistungen wie Sie. Damit nicht genug:

Nennen Sie uns nochmal zwei Kollegen, für die wir den personalisierten Online-Zugang einrichten. Und das alles ohne zusätzliche Extra-Kosten. Interessiert? Wir senden Ihnen gerne unverbindlich Informationen zu unserem Kombi-Abo zu.

- Ja, ich möchte mich über das Absolutreport Kombi-Abo informieren.**

Vorname/Nachname

Bereich/Funktion

Unternehmen

Straße/Nr.

PLZ/Ort

Tel./Fax

E-Mail (des Abonnenten für alle elektronischen Publikationen und Online-Zugang)

USt.-IdNr./VAT-ID (für Auslandsabonnements)

Bitte senden oder faxen an:
info@absolut-report.de, +49 (0)40 30 37 79-15
Absolut Research GmbH, Große Elbstr. 277a, 22767 Hamburg