

Liquid Alternatives als sinnvolle Ergänzung im Niedrigzinsumfeld – Einordnung und Umsetzung im Multi-Asset-Kontext

Anleiherenditen sinken seit Jahrzehnten. Als Folge sind rund ein Fünftel der heute im Umlauf befindlichen Anleihen negativ verzinst, was Anleger vor zwei große Herausforderungen stellt: Erstens führen negativ verzinsten Anleihen zu einem garantierten Verlust für „Buy & Hold“-Investoren, wodurch das Risiko zumindest kurzfristiger deutlicher Verluste bei steigenden Zinsen folglich nicht kompensiert wird. Zweitens ist die traditionelle Absicherungswirkung von Anleihen bei Aktienmarktkorrekturen nur noch eingeschränkt vorhanden. Der Gleichlauf (Korrelation) zwischen Aktien und Anleihen hat zugenommen und der begrenzte Raum für weiter fallende Renditen im Krisenfall limitiert den möglichen Kursgewinn der Anleihen. Daher erscheint es vor allem in defensiven und somit eher Anleihe-lastigen Strategien sinnvoll, alternative Anlagen in Betracht zu ziehen, um die traditionellen Eigenschaften von Anleihen zumindest teilweise zu replizieren oder zu komplementieren. Neben Rohstoffen und illiquiden Anlagen werden dazu regelmäßig Liquid Alternatives genannt. Was verbirgt sich dahinter? Welche Strategien sind zu unterscheiden und welche Herausforderungen sehen sich Anleger gegenüber, die diesen Weg beschreiten? Wir beleuchten sinnvolle Vorgehensweisen und berichten von unseren Erfahrungen.

Im *Fokus* kommentieren wir außergewöhnliche Marktereignisse und analysieren kapitalmarktbezogene Sonderthemen.

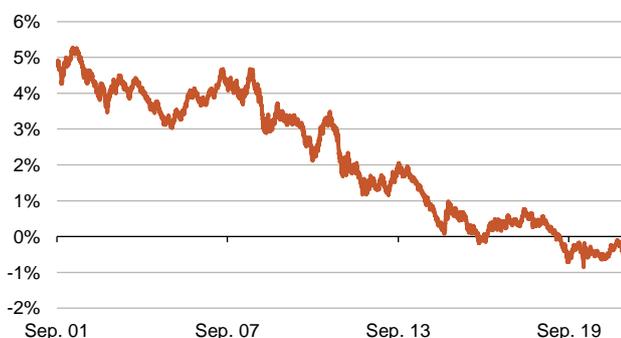
Die Absicherungs- und Diversifikationswirkung von Anleihen sinkt, ...

Multi-Asset-Strategien, die überwiegend in Aktien und Anleihen investieren, profitierten in der Vergangenheit bei fallenden Aktienkursen regelmäßig von deutlich steigenden Kursen sicherer Staatsanleihen. Abbildung 2 zeigt jedoch, dass die als „sichere Häfen“ geltenden Staatsanleihen dieser Rolle zuletzt nicht mehr gerecht werden konnten: Während US-Staatsanleihen in der Finanzkrise noch einen Ertrag von über 30% erzielten, legten sie im Covid-Crash 2020¹ nur 5% zu und glichen nicht annähernd die Verluste am Aktienmarkt von teilweise über 40% aus.

Diversifikationseigenschaften von Anleihen sind nicht mehr in der ursprünglichen Form gegeben

Abb. 1: Strukturell sinkendes Zinsniveau

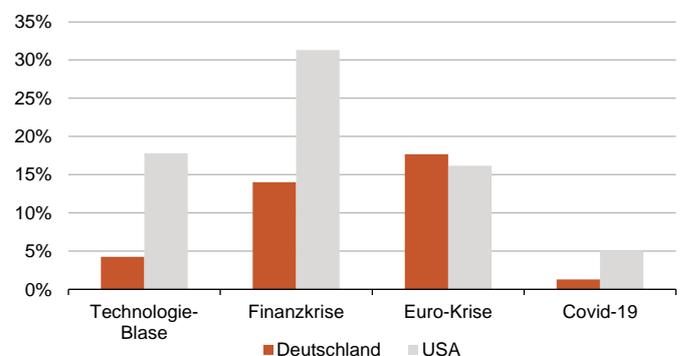
Renditeentwicklung 10-jähriger Bundesanleihen



Zeitraum: 01.09.2001-01.09.2021, tägliche Daten
Quelle: Bloomberg

Abb. 2: Absicherungswirkung von Staatsanleihen sinkt

Wertentwicklung von 10-jährigen deutschen (Bunds) und amerikanischen (Treasuries) Staatsanleihen in Aktienmarktkorrekturen



Zeitraum: Technologie-Blase: 24.03.2000-29.01.2001; Finanzkrise: 13.07.2007-09.03.2009; Euro-Krise: 18.02.2011-03.10.2011; Covid-19: 19.02.2020- 23.03.2020; Quelle: Bloomberg

¹ Wertentwicklung gemessen vom Hochpunkt des amerikanischen Aktienmarktes (S&P 500) am 19.02. und Tiefpunkt am 23.03.

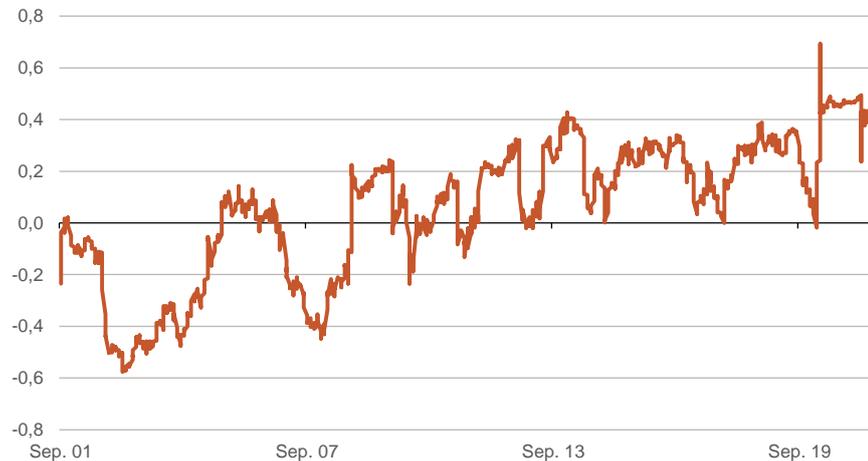
Zurückzuführen ist dies hauptsächlich auf das niedrigere Zinsniveau und die dadurch niedrigere Pufferwirkung der Zinskupons sowie den vom aktuellen Niveau aus geringeren Spielraum für weitere Zinsrückgänge.

Für die Zukunft ist zu erwarten, dass der mittlerweile bestehende Gleichlauf zwischen Aktien und Anleihen weiterhin Bestand haben wird. Staatsanleihen werden es künftig schwer haben, Verluste am Aktienmarkt deutlich abzufedern. In einem Umfeld, welches von einer Normalisierung der Notenbankpolitik geprägt ist und eine Rückkehr in ein höheres Inflationsniveau erwarten lässt, dürften sich Staatsanleihen und Aktien gleichgerichtet verhalten.² Auch der zunehmende Gleichlauf von Unternehmensanleihen mit Aktien, dargestellt in Abbildung 3, unterstreicht, dass beide Anlageklassen zur gleichen Zeit Verluste erleiden und aus der Vergangenheit bekannte Diversifikationseigenschaften nur noch eingeschränkt vorhanden sind.

Eine gleichgerichtete Entwicklung von Aktien und Anleihen ist auch in Zukunft wahrscheinlich

Abb. 3: Zunehmender Gleichlauf von Unternehmensanleihen mit Aktien

Darstellung der Korrelationen zwischen Stoxx Europe 50 (SX5R) und iBoxx Euro Corporates Overall Index (QW5A) Index auf Basis 1-jährig rollierender wöchentlicher Daten



Zeitraum: 01.09.2001-01.09.2021, tägliche Daten

Quelle: Bloomberg

Besonders trifft die ausbleibende Absicherungswirkung Multi-Asset-Strategien mit höheren Anleihequoten. Daher sind Bausteine gefragt, die sich stabilisierend verhalten, wenn das Fahrwasser an den Aktienmärkten unruhiger wird oder steigende Zinsen zu Kursverlusten bei Anleihen führen.

... Alternative Renditequellen gewinnen an Bedeutung

Strategien, die eine unabhängige Renditeentwicklung in einem solchen Umfeld ermöglichen sind im breiten Spektrum der Alternativen Anlageklassen zu finden. Diese lassen sich grundsätzlich in liquide und illiquide Anlagen untergliedern. Sowohl bei illiquiden als auch bei liquiden Alternativen Anlagestrategien unterscheiden sich die Rendite- und Risikotreiber zumindest teilweise von denen traditioneller Anlageklassen, weswegen ausgewählte Alternative Investments zunehmend zur Diversifikation eingesetzt werden.

Beispiele für illiquide Investments sind Private Equity, Private Debt, Hedge-Fonds, Sammlerstücke (Kunst, Oldtimer, etc.), Immobilien oder Infrastruktur. Aufgrund der Komplexität der Bewertung findet bei diesen Anlagen meist nur selten eine Preisfeststellung statt, weswegen sie sich durch fehlende Liquidität nicht zum Ein-

² Siehe auch Berenberg Märkte Fokus „Hoher Gleichlauf von Aktien und Staatsanleihen dürfte Anlegern weiter Schwierigkeiten bereiten“, August 2021



satz in liquiden Anlagestrategien eignen. Pensionskassen, die aufgrund eines langen Anlagehorizontes nicht auf eine tägliche Preisfeststellung angewiesen sind, machen sich die zusätzliche Illiquiditätsprämie zu Nutze und haben entsprechend ihren Anteil zu Lasten festverzinslicher Segmente über die vergangenen Jahre von 7% auf über 26% erhöht.³

In den Bereich der liquideren Alternatives fallen hauptsächlich Rohstoffe und Liquid Alternatives. Rohstoffe untergliedern sich aus Anlegerperspektive in zwei Kategorien: Zum einen in absichernde Anlagen, wie das Edelmetall Gold, zum anderen in Anlagen mit zyklischer Charakteristik, wie beispielsweise Industriemetalle. Ebenso wie bei den zuvor genannten illiquiden Strategien bilden Liquid Alternatives verschiedene Rendite-/Risikoprofile ab und eignen sich als Anlagealternative oder zur Portfolio-Diversifikation.

Liquid Alternatives als Anlagealternative?

Gegenüber traditionellen Anlagestrategien greifen Liquid Alternatives in der Regel auf einen größeren Baukasten an Anlageinstrumenten und Handelsstrategien zurück, der es ermöglicht, sowohl von steigenden als auch von fallenden Kursen in diversen Anlageklassen zu profitieren. Zusätzlich können durch Hebeleffekte von traditionellen Anlageklassen abweichende Erträge erzielt werden. Seit den 1950er Jahren wurden solche Strategiebausteine für große, professionelle Investoren in Form von Hedge-Fonds in den USA umgesetzt. Hauptunterscheidungsmerkmal zwischen Liquid Alternatives und Hedge-Fonds ist, dass erstere zum Schutz der Anleger im regulierten Fondsmantel (UCITS) deutlich strenger reguliert sind und sich dadurch der Transparenzgrad erhöht. Aufgrund expliziter Positionsgrenzen ist es beispielweise nicht möglich, mehr als 10% des Fondsvolumens in eine Position zu investieren oder Investitionen in nicht-gelistete bzw. unregulierte Anlagen zu tätigen. Im Gegensatz zu Hedge-Fonds mit monatlicher oder quartalsweiser Liquidität sowie erheblichen Kündigungsfristen sind Liquid Alternatives größtenteils börsentäglich handelbar, meistens kostengünstiger und nicht auf bestimmte Investorenkreise beschränkt. Für Anleger, denen der Zugang zu Hedge-Fonds verwehrt bleibt, stellen sie deshalb eine sinnvolle Alternative dar und eignen sich darüber hinaus als zielführende Ergänzung zu traditionellen Anlageklassen.

Liquidität, Regulierung und Transparenz als wesentliche Unterscheidungsmerkmale gegenüber Hedge-Fonds

Breites Universum an liquiden Alternatives-Strategien

Unserer Ansicht nach sollten sich Anleger Liquid Alternatives aus zwei Perspektiven nähern. Eine Perspektive konzentriert sich auf den Einsatzzweck im Multi-Asset-Kontext und unterscheidet absichernde von diversifizierenden Strategien. Erstere warten in Stressphasen mit negativen Korrelationen zu risikobehafteten Anlagen auf und verfolgen, wie traditionell von Staatsanleihen gewohnt, das Ziel positive Renditen in Krisenphasen zu generieren. Letztere zielen darauf ab, das Rendite-/Risikoprofil herkömmlicher Anlagen mit möglichst niedriger Korrelation zu verbessern. In der folgenden Übersicht (vgl. Tabelle 1 umseitig) stellen wir die aus unserer Sicht relevantesten Strategien mit ihrer Zielsetzung vor. Die zweite Perspektive (vgl. Abbildung 4 umseitig) widmet sich dem Rendite-/Risikoprofil der Strategien und eignet sich für eine grundsätzliche Einordnung, auch gegenüber herkömmlichen Anlageklassen. Während die defensiven Rendite-/Risikoprofile weitestgehend den Charakter traditioneller Anleiheinvestments aufweisen und sich die grau hinterlegten Strategien eher mit ausgewogenen Multi-Asset-Portfolios vergleichen lassen, erscheint die Vergleichbarkeit offensiver Strategien mit Aktien am ehesten gegeben.

³ Global Pension Assets Study 2021 von Willis Towers Watson

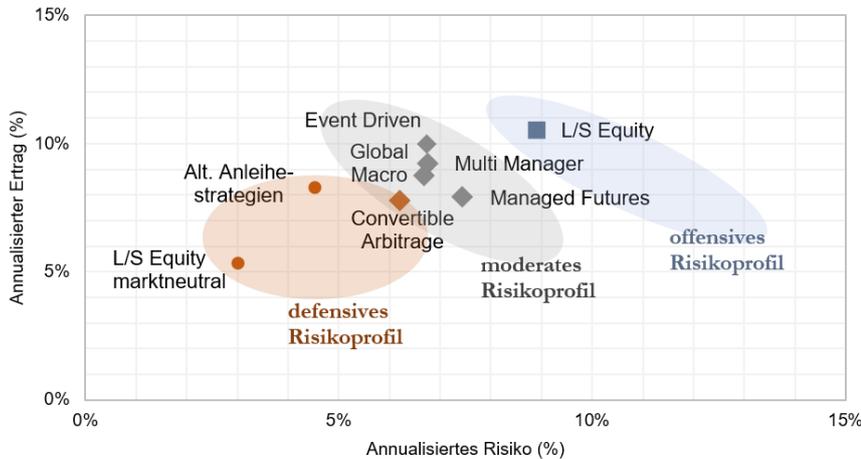


Tabelle 1: Beschreibung und Zielsetzung von alternativen Strategien

Strategie	Beschreibung	Ziel
Absichernde Strategien		
Long Volatility	Absicherungsstrategien, die über Futures, Swaps und Optionen auf (Volatilitäts-)Indizes und Einzeltitel abgebildet werden und von steigender Volatilität profitieren.	Negative Korrelation zum Aktienmarkt und damit positive Renditen vor allem in Stressphasen
Managed Futures	Vorwiegend modellgesteuerte Konzepte, die an der Trendentwicklung über verschiedene Anlageklassen hinweg partizipieren. Abbildung erfolgt in der Regel über derivative Instrumente, wie z.B. Futures.	Positionierung auf steigende und fallende Kurse ermöglicht positive Erträge auch in anhaltend negativen Marktphasen. Entsprechendes Potential die Portfoliovolatilität zu reduzieren.
Diversifizierende Strategien		
Long/Short Equity (marktneutral)	Kombination von Kauf- (Long) und Verkaufspositionen (Short) in Aktien, um von steigenden und fallenden Kursen zu profitieren.	Generierung von positiven Renditen unabhängig von der Aktienmarktbeziehung. Marktneutrale Strategien stellen eine defensive Variante dar, die das Marktrisiko nahezu vollständig eliminieren.
Event Driven (u.a. Merger Arbitrage)	Ausnutzung von vorübergehenden Kapitalmarktineffizienzen bei der Preisgestaltung rund um Kapitalmaßnahmen von gelisteten Unternehmen (Übernahmen, Börsengänge, Aktienrückkäufe, ...)	Erzielung von positiven Erträgen durch das Ausnutzen relativer Fehlbewertungen im Rahmen von Kapitalmaßnahmen
Global Macro	Sehr flexible Abbildung der makroökonomischen Einschätzung von wirtschaftlichen und politischen Gegebenheiten über derivative Instrumente in alle liquiden Märkte (meist globale Aktien-, Anleihe-, Währungs- und Rohstoffmärkte).	Positive Renditen und Diversifikationseigenschaften unabhängig vom jeweils herrschenden Marktumfeld durch flexible und teils konträre Positionierung
Convertible Arbitrage	In der klassischen Form prinzipiell marktneutrale Abbildung über den Kauf (Long) der Wandelanleihe und den Verkauf (Short) der Aktie des gleichen Unternehmens.	Ausnutzen von Ineffizienzen in Preis und Volatilität zwischen Wandelanleihen und Aktien des gleichen Unternehmens zur Erzielung von Erträgen unabhängig von der allgemeinen Marktentwicklung
Alternative Anleihestrategien (Long/Short Credit)	Kombination von herkömmlichen Anlagen in Zins- bzw. Anleihemärkten, die gezielt um Absicherungen des Kredit-, Zins- oder Währungsrisikos ergänzt werden.	Erzielung von absoluten, niedrig korrelierten Renditen mit verminderten Verlustrisiken gegenüber herkömmlichen Anleihen
Multi-Strategie / Multi-Manager	Kombination verschiedener (o.g.) Einzelstrategien oder Manager in einem Anlageprodukt, teilweise in Form von Dachfonds.	Diversifizierter Marktzugang zu Alternatives-Anlagestrategien ohne aufwändige/zeitintensive Selektion von Einzelstrategien

Abb. 4: Alternative Strategien im Rendite-Risiko Profil

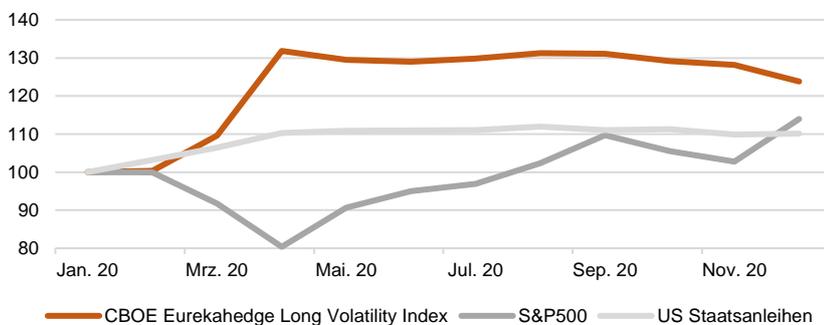
Betrachtung annualisierter Renditen und Volatilitäten über die letzten 30 Jahre auf Basis von HFR Daten⁴



Zeitraum: 01.08.1991 bis 01.08.2021, monatliche Daten in USD
Quelle: HFR, Bloomberg, eigene Berechnungen

Auf eine Darstellung von Long Volatility Strategien in Abbildung 4 wurde bewusst verzichtet, da eine langfristige Rendite-/Risikobetrachtung über größtenteils positive Marktphasen einen falschen Eindruck vermittelt. Derartige Strategien⁵ bieten, wie in Abbildung 5 ersichtlich, insbesondere in ausgeprägten Stressphasen einen absichernden Mehrwert. So auch in 2020, als der Aktienmarkt im März im Zuge der Corona-Krise deutlich korrigierte.

Abb. 5: Long Volatility Strategien im Vergleich zu Aktien und Staatsanleihen



Zeitraum: 01.01.2020 bis 31.12.2020, Wertentwicklung indexiert auf 100, monatliche Daten in USD
Quelle: CBOE, Bloomberg, eigene Berechnungen

Was ist auf der Suche nach dem passenden Manager zu beachten?

Nach Einordnung der Strategien auf Grundlage der beiden beschriebenen Perspektiven stellt sich die Frage der Umsetzung. Um die passende Strategie in ein bestehendes Portfolio einzubinden, sind aus unserer Sicht sechs Schritte von Bedeutung, die wir in den fortfolgenden Abschnitten genauer beschreiben. Zunächst ist es wichtig, sich die besonderen Herausforderungen bei der Produktauswahl von Liquid Alternatives bewusst zu machen und im nächsten Schritt zwei übergeordnete Umsetzungsvarianten zu unterscheiden. Anschließend ist zu klären, welches Ziel die

⁴ Die Daten stammen von HFR, einem der führenden Anbieter von Hedge-Fonds-Daten. Der Vorteil der Nutzung einer Hedge-Fonds-Datenbank gegenüber einer Liquid Alternatives Datenbank ist, dass Hedge-Fonds-Daten bereits deutlich länger gesammelt werden und daher repräsentativer sind. Zwei Nachteile der HFR-Datenbank sind jedoch zu nennen. Zum einen sind viele der beinhalteten Strategien nicht im regulierten, europäischen (UCITS) Rahmen verfügbar, zum anderen werden aufgrund des Survivorship Bias die Renditen systematisch positiv überschätzt und das Risiko unterschätzt.

⁵ CBOE Eurekahedge Long Volatility Index: Gleichgewichteter Index aus Long Volatility Strategien



Strategien erfüllen sollen. Idealerweise ist dieses Ziel quantifizierbar und der Erfolg kann fortlaufend beurteilt werden. Das Herzstück bilden im Anschluss die Managerselektion sowie die Portfoliokonstruktion und damit die Einbettung in das bisherige Multi-Asset-Portfolio. Final wird kurz auf Besonderheiten im Management der Strategien eingegangen.

1. Besondere Herausforderungen bei der Produktauswahl

Neben den genannten Vorteilen werfen Liquid Alternatives jedoch Fragestellungen auf, die Investoren aus der Selektion von Aktien- und Anleihenfonds nicht kennen.

Komplexität und fehlende Vergleichsmöglichkeiten zählen zu den Herausforderungen

Komplexität: Da die Strategien mittels Derivaten Hebeleffekte nutzen und sowohl auf steigende als auch fallende Märkte setzen können, ist die Produktkonstruktion komplex. Zudem sind die jeweiligen Investmentprozesse und Risikomanagementsysteme sehr individuell, was eine umfassende Prüfung und Analyse vor einem Investment erfordert.

Vergleichbarkeit und Beurteilung: Liquid Alternatives sind untereinander schwer vergleichbar, da die Freiheiten deutlich weiter gefasst sind als in traditionellen Anlageansätzen. Ein Großteil der Strategien verfolgt das Ziel in allen Marktphasen positive Anlageergebnisse zu erzielen. Die Rendite oder das Risiko mit Aktienindizes, wie dem S&P500, zu vergleichen hilft daher nicht, um die Leistung zu beurteilen. Entsprechend müssen eigene Modelle bzw. Vergleichsgruppen aufgebaut werden.

2. Verschiedene Umsetzungsvarianten

Aus den verschiedenen Strategietypen im Bereich der Alternativen Strategien resultieren auf den ersten Blick vielfältige Kombinationsmöglichkeiten für die Integration in einen Multi-Asset-Ansatz. Zunächst ist jedoch grundsätzlich eine übergeordnete Entscheidung zu treffen. Sollen Multi-Strategie- oder Multi-Manager-Ansätze zum Einsatz kommen oder wird die individuelle Zusammenstellung eines Portfolios aus einzelnen Strategien angestrebt.

Multi-Strategie/ Multi-Manager oder Einzelstrategien als Grundsatzentscheidung bei der Produktauswahl

Investoren in Multi-Strategie oder Multi-Manager-Ansätze profitieren von professioneller Expertise, da angefangen von Selektion und Gewichtung über Monitoring und Rebalancing bis hin zum Risikomanagement ein Gesamtpaket angeboten wird. Damit einher gehen zudem der Zugang zu Strategien, die auf individueller Basis teilweise nicht investierbar sind, sowie eine mit dem Investitionsvolumen steigende Verhandlungsmacht in Bezug auf Gebühren gegenüber den Anbietern der ausgewählten Sub-Strategien.

Bei der individuellen Zusammenstellung hingegen behält der Investor die Kontrolle über die Selektion ausgewählter Strategien und alle weiteren nachgelagerten Schritte des Investmentprozesses. Dies lässt eine individuellere Anpassung an die eigenen Anlageziele und die gegebene Asset Allokation zu, erfordert allerdings die entsprechende Expertise und einen höheren Aufwand in der Selektion sowie laufenden Steuerung. Im Gegenzug lässt sich jedoch der Transparenzgrad steigern und durch den Wegfall eines Intermediärs die Kostenbelastung reduzieren.

3. Konkretisierung des Einsatzzwecks

Nachdem diese Grundsatzentscheidung getroffen wurde, ist anschließend über die Zielsetzung der Alternativen Investments im Gesamtportfoliokontext zu entscheiden. Ist eine zusätzliche Diversifikation auf Portfoliolevel gewünscht, können Multi-

Gezielter Ersatz für Aktien- oder Anleihenrisiken möglich



Strategie und Multi-Manager-Ansätze das Profil verbessern (vgl. Abbildung 4). Eine „Finanzierung“ aus der Aktien- und Anleihequote ist hier denkbar. Sollen über die Diversifikation des Gesamtportfolios hinaus gezielt Aktien- oder Anleiheprofile optimiert werden, ist es sinnvoller die vollständige Flexibilität und Kontrolle zu nutzen und selbst das gewünschte Rendite-/Risikoprofil über die Zusammenstellung einzelner Strategien zu erzeugen. Hierbei sind drei Varianten zu unterscheiden:

- a. Um der gesunkenen Absicherungswirkung von Staatsanleihen Rechnung zu tragen, bietet sich je nach gewünschtem Rendite-/Risikoprofil der Einsatz und die Kombination von Long-Volatilitätsstrategien und Managed Futures Strategien an. Beide entfalten insbesondere in Krisenphasen eine absichernde Wirkung.
- b. Sollen im aktuellen Niedrigzinsumfeld bisher von Anleihen bekannte Ertragsprofile repliziert werden, ohne dem Zinsänderungsrisiko direkt ausgesetzt zu sein, bieten sich vier Strategien an. Im defensiven Segment eignen sich insbesondere marktneutrale Aktienstrategien und alternative Anleihestrategien. Ein ähnliches Profil mit etwas offensiverer Ausrichtung bilden Event Driven Strategien ab, die Arbitragemöglichkeiten möglichst marktneutral im Rahmen von Kapitalmarktmaßnahmen ausnutzen. Ebenso verfolgen Convertible Arbitrage Strategien im Grundsatz eine marktneutrale Vereinnahmung von Prämien, jedoch sind aktuell nur wenige Strategien in Form von Liquid Alternatives am Markt verfügbar.
- c. Wird eine Diversifikation des Aktienexposures angestrebt, um die Volatilität zu senken sowie Drawdowns zu minimieren, können bspw. Long/Short Equity Strategien zum Einsatz kommen. Im Vergleich zu einer vollständigen Direktinvestition in Aktien hilft neben der Möglichkeit über Short-Positionen von fallenden Kursen zu profitieren auch das reduzierte Marktrisiko insbesondere in Krisenphasen Kapital zu erhalten.

Je nachdem welches der drei Ziele im Vordergrund steht, ergeben sich unterschiedliche Allokationen: Steht der Absicherungsgedanke von Aktienmarktkorrekturen im Vordergrund, verbessert sich schon bei einer geringen Allokation von absichernden Strategien das Rendite-/Risikoprofil des Portfolios. Um dem niedrigeren Zinsniveau sowie der gestiegenen Korrelation zwischen Anleihen und Aktien insbesondere in defensiven Multi-Asset Mandaten Rechnung zu tragen, bietet sich eine Kombination von absichernden und diversifizierenden Strategien an. Hierbei sollte die Größenordnung gezielt mit Blick auf die Anleiheallokation gewählt werden, um einen Effekt auf die Gesamtperformance des Portfolios zu erzielen, ohne jedoch das ursprünglich angedachte Risikoprofil des Portfolios wesentlich zu verändern.

4. Managerauswahl / Managerselektion

Im Vergleich zu traditionellen Investitionsansätzen sorgen umfangreiche Flexibilität und größere Handlungsspielräume dafür, dass die Anlageideen und deren Implementierung maßgebend für die Performance sind. Dabei spielt die breite Marktentwicklung eine eher untergeordnete Rolle. Entsprechend zeigt sich jedoch, dass wenige Manager über alle Marktphasen hinweg zu überzeugen wissen und nachhaltig Überrenditen (Alpha) generieren. Die Dispersion zwischen sehr guten und schlechten Managern ist innerhalb des UCITS Fondsuniversums, wie in Abbildung 6 ersichtlich, daher enorm und steigt proportional zur Flexibilität innerhalb des Strategietyps. Entsprechend weisen L/S Equity und Global Macro die größten Diskrepanzen zwischen den besten und schlechtesten Managern auf. Bei ersteren

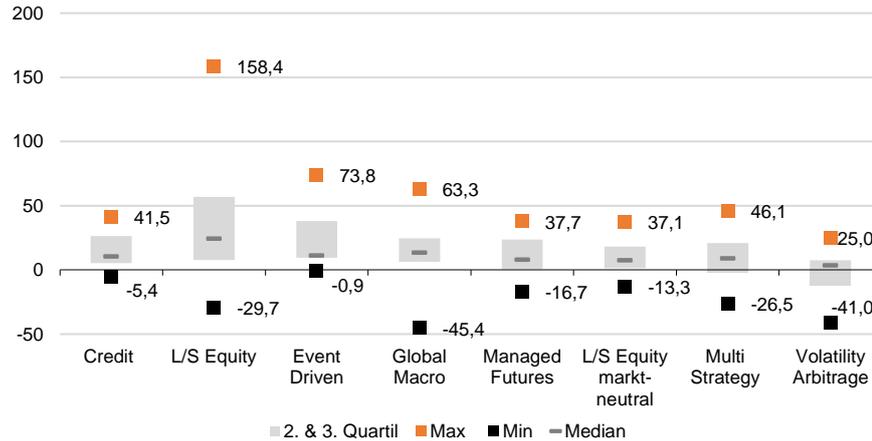
Strukturierte Vorgehensweise aufgrund hoher Performancedispersion notwendig

sind es weitreichende Flexibilitäten in den Aktienquoten aber auch Unterschiede hinsichtlich der Stile, Regionen und Marktkapitalisierungen bei den einzelnen Managern. Bei Global Macro Managern ist es die weitreichende Flexibilität hinsichtlich Anlageklassen, Regionen und Instrumenten, sowohl auf der Long-, als auch auf der Short-Seite, die zu großen Performanceunterschieden führt.

Höhere Freiheitsgrade bedingen größere Performanceunterschiede

Abb. 6: Dispersion zwischen Liquid Alternatives Strategien

Fünffjahres-Renditen der entsprechenden UCITS Fondsuniversen



Zeitraum: 01.06.2016 bis 31.05.2021, Renditedaten in Prozent der Basiswährung der UCITS Fonds
Quelle: Kepler - Absolute Hedge, eigene Berechnungen

Um aus dem Universum von über 300 Strategien gute Manager zu identifizieren, empfiehlt es sich qualitative und quantitative Kriterien in der Fondsbeurteilung zu berücksichtigen. Letztere beziehen sich auf die vergangene Wertentwicklung und beinhalten eine Analyse von Performance, Volatilität, Verteilung der Renditen (inkl. der Schiefe und Kurtosis), Korrelationen und das Verhalten in Verlustphasen. Die historische Wertentwicklung ist umso aussagekräftiger, wenn sich ein Manager über einen kompletten Zyklus und in schwierigen Marktphasen (Finanzkrise 2008, Taper Tantrum 2013 oder Covid-Crash 2020) beweisen konnte. Qualitative Analysen bauen maßgeblich auf Interviews mit Portfoliomanagern oder weiteren Mitgliedern des Investment- oder Risikomanagementteams auf. Von besonderer Bedeutung ist dabei, die Persönlichkeit eines Managers, Teamstrukturen und den Anlageprozess zu verstehen und Risikomanagementansätze einzuordnen. Die Ergebnisse der quantitativen und vor allem qualitativen Analyse helfen einzuschätzen, ob die Erfolgsfaktoren über den Investmentansatz gegeben sind und wiederholbar erscheinen oder ob Zufall entscheidend zum Erfolg beigetragen hat.

Eine Kombination aus qualitativen und quantitativen Analysen ist für den nachhaltigen Selektionserfolg entscheidend

5. Portfoliokonstruktion

In der Zusammenstellung eines Liquid Alternatives Portfolios ist es wichtig, die im Rahmen der Managerauswahl herausgearbeiteten Stärken und Fähigkeiten einzelner Manager erfolgsversprechend und gemäß der gesteckten Anlageziele zusammenzustellen. Ansätze sollte man folglich nicht nur miteinander vergleichen, sondern auch Analysen entwickeln, die den Mehrwert von Strategien im Portfoliokontext bewerten und dazu die bereits im Portfolio eingesetzten Anlagen berücksichtigen. Strategien sollten so kombiniert werden, dass das gleichzeitige Auftreten von Verlustphasen minimiert wird.

Alphaquellen kennen und Korrelationseigenschaften verstehen für eine robuste Portfoliokonstruktion

Um auch die gewünschten Diversifikationseffekte im Gesamtportfoliokontext eines Multi-Asset Portfolios gegenüber Anleihen und Aktien zu erzielen, sollten Alternative Strategien die Rendite-/Risikoprofile der herkömmlichen Anlageklassen nicht replizieren, sondern gezielt komplementieren. Als Beispiel können hier Long/Short

Diversifikation zwischen Alternativen Strategien und gegenüber herkömmlichen Anlageklassen ist entscheidend



Aktienstrategien dienen, die zunächst für die Diversifikation untereinander auf unterschiedliche Stile, Segmente, Regionen oder Marktkapitalisierungen setzen sollten. Für die Diversifikationswirkung zu einem potenziell vorhandenen reinen Aktienteil sollte zumindest nicht der gleiche Aktienstil als Schwerpunkt gewählt werden, sondern bewusst auch konträr gedacht und investiert werden.

Analog der herkömmlichen Anlageklassen ist zudem elementar, auch innerhalb der Alternativen Strategien für ausreichend Diversifikation zu sorgen. Dies ist über Strategien sowie über die selektierten Manager möglich, um temporär nachteilige Marktphasen für eine Strategie bzw. den jeweiligen Manager ausgleichen zu können.

6. Management eines Portfolios mit Liquid Alternatives

Neben der risikoadäquaten Zusammenstellung und Skalierung der Positionen sollte im laufenden Management eines Liquid Alternatives Portfolios die Rebalancierung, aber auch das Risikomanagement nicht zu kurz kommen. Erstere betrifft insbesondere Long-Volatilitätsprofile, die in turbulenten Marktphasen deutlich an Wert gewinnen. Die Realisierung dieser Gewinne stellt Liquidität genau dann zur Verfügung, wenn Risikoanlagen wie Aktien oder Unternehmensanleihen eine Kurskorrektur erfahren haben und es opportun erscheint diese im Portfoliokontext zu erhöhen.

Aktives Management ist auch bei Alternativen Strategien ein wichtiger Faktor

Das Risikomanagement auf Ebene der einzelnen Strategien und Manager beinhaltet das laufende Prüfen und Hinterfragen der für die Selektion entscheidenden quantitativen und qualitativen Kriterien. Ein Verkauf kann durch attraktivere Strategien im gleichen Segment ausgelöst oder auch aus strategieimmanenten Gründen notwendig werden. So machen beispielsweise Veränderungen im Portfoliomanagementteam, unerklärliche Renditeentwicklungen oder die Anpassungen des Investmentansatzes eine grundsätzliche Neubewertung des selektierten Managers erforderlich. Erfahrungsgemäß ist zur Beurteilung der Ergebnisse ein Anlagehorizont von mindestens drei Jahren notwendig, um den selektierten Managern die Möglichkeit zu geben ihr Rendite- und Diversifikationspotential zu entfalten.

Fazit: Produktauswahl meistern und mittels Liquid Alternatives Mehrwert für das Portfolio generieren

Für eine erfolgreiche Integration in Multi-Asset-Ansätze sind neben dem grundlegenden Verständnis der Strategien, ihrer Instrumente und Flexibilität der Zugang zu den Managern für eine umfassende Prüfung entscheidend. Diese stellt die Basis für eine richtige Einordnung der Strategien dar. Ein fundierter Investmentprozess und eine am übrigen Portfolio orientierte Portfoliokonstruktion runden die notwendigen Schritte für eine erfolgreiche Integration der Liquid Alternatives ab.

Im aktuellen Umfeld geprägt von historisch niedrigen Zinsniveaus sind Alternativen gefragt, die Stabilisierung und Absicherung in Aktienmarktkorrekturen und im Umfeld steigender Zinsen die nötige Diversifikation bieten. Der zielgerichtete Einsatz von Liquid Alternatives als liquide, regulierte und transparente Strategien kann in Multi-Asset Strategien das Rendite-Risikoprofil nachhaltig verbessern. Besonders interessant erscheinen Strategien mit absicherndem Charakter sowie Strategien mit einem defensiven Profil als teilweises Substitut für traditionelle Anleiheprofile insbesondere in defensiveren Multi-Asset-Strategien.

**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

IMPRESSUM

HERAUSGEBER

Prof. Dr. Bernd Meyer, CFA | Chefstrategie Wealth and Asset Management

AUTOREN

**Christoph Netopil****Portfoliomanager Multi Asset - Defensive & Total Return Strategien**

Fondsmanager des Berenberg Multi Asset Defensive und verantwortlich für Ansätze mit Total Return Charakteristik. Zudem Management von Spezialmandaten mit Fokus auf Derivate und Wertuntergrenzensteuerung

+49 69 91 30 90-228 | christoph.netopil@berenberg.de

**Tobias Schäfer****Fondsselektor und Portfoliomanager**

Ist zuständig für Fonds- und ETF-Auswahl im Multi Asset Bereich und verantwortet die Dachfondsstrategien als Portfoliomanager

+49 69 91 30 90-467 | tobias.schaefer@berenberg.de

Zur Reihe Berenberg Märkte gehören folgende Publikationen:

Monitor

► Fokus

Investment Committee

Protokoll

www.berenberg.de/publikationen

WICHTIGE HINWEISE

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebene Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind und dass Depotkosten entstehen können, die die Wertentwicklung mindern. Zur Erklärung verwandter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum 30.09.2021

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg
Telefon +49 40 350 60-0
Telefax +49 40 350 60-900
www.berenberg.de
MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de