

## Multi-Asset-Management

# "Wir brauchen große Freiheitsgrade"

Um im aktuell schwierigen Marktumfeld noch einkömmliche Renditen zu erzielen, reicht die Anlage in Staatsanleihen schon lange nicht mehr aus. Wie Multi-Asset-Strategien die Performance verbessern können, ohne das Risiko deutlich zu erhöhen, diskutierten Asset-Manager aus diesem Bereich mit "Profi Invest"-Redaktionsleiterin Margaretha Hamm.

*In den vergangenen Monaten hat das Interesse an Multi-Asset-Strategien stark zugenommen. Was ist der Grund dafür?*

**Portig:** Eigentlich gibt es ja drei Gruppen im Multi-Asset-Management. Zu einer gehören die klassischen Mischfonds, die mit festgelegten Bandbreiten hauptsächlich die Asset-Klassen Aktien und Renten enthalten. Ich glaube, dass diese Gruppe künftig etwas in den Hintergrund gedrängt wird, denn letztendlich lässt sich eine solche Strategie auch mit ETFs abbilden. Zur zweiten Gruppe zählen die Risk-Parity-Strategien, bei denen man verschiedene Asset-Klassen, beispielsweise Aktien, Renten und Rohstoffe, nicht nach festen Bandbreiten, sondern nach dem Risiko gewichtet. Auch wenn diese Strategien in den vergangenen Monaten nicht von Erfolg gekrönt waren, werden sie dennoch eine Zukunft haben. Die dritte Gruppe beinhaltet die Asset-Manager, die alle Anlageklassen nutzen, und zwar in einer Bandbreite von null bis 100 Prozent.

**Quapp:** Dem kann ich nur zustimmen. Wir haben schon vor über zehn Jahren festgestellt, dass die meisten Investoren sich auf zwei Anlageklassen fokussieren: Aktien und Obligationen. Dabei wird allerdings der Mehrwert, den andere Anlageklassen erwirtschaften können, außer Acht gelassen – ganz zu schweigen davon, dass die Volatilität durch sie reduziert werden kann. So sind wir bei Swiss & Global AM auf das Thema gekommen und haben damit sehr gute Erfahrungen gemacht. Gerade für Pensionskassen und Versicherungen managen wir viele Assets mit diesem Anlagestil.

**Kaiser:** Der wesentliche Mehrwert ist tatsächlich nur über eine flexible Steuerung der Asset-Allocation erreichbar. Aus unserer Sicht eignen sich indexnahe Produkte dazu sehr gut. Wir sind bei Star Capital 2013 mit drei ETF-Strategien an den

Markt gekommen, die von der Flexibilität leben, die Aktienquote zwischen null und 100 Prozent des Fondsvermögens zu steuern. Das war in den vergangenen Monaten, als die Aktienmärkte fast von alleine gelaufen sind, natürlich nicht entscheidend. Aber in Phasen mit höherer Volatilität wird es spannend. Momentan bevorzugen wir zwar noch Aktien, aber es gilt jetzt die Flexibilität unserer Strategie zu nutzen. Das machen wir, indem wir Trends analysieren. Wenn sich kein positiver Trend für ein Segment oder eine Asset-Klasse erkennen lässt, dann wird dort auch nicht – mehr – investiert.

**Grassl:** Mit einer Multi-Asset-Strategie kann man das wirkliche Bedürfnis der Kunden erfüllen, nämlich dasjenige Portfolio zusammenzustellen, das ihm bei einem vorgegebenen Risikobudget den besten Ertrag verspricht. Dann steuern wir als Asset-Manager alle Werttreiber. Wir entscheiden, ob wir Aktien brauchen. Wir entscheiden, ob wir High Yield oder Emerging Markets beimischen. Damit entlasten wir die Verantwortlichen bei unseren Kunden, die häufig keine Kapitalmarktexperten sind. In den kommenden Jahren werden uns die Märkte dazu zwingen, viel aktiver zu werden. Dazu brauchen wir die komplette Freiheit – losgelöst von jeglicher Benchmark.

**Kolrep:** Früher war Multi-Asset tatsächlich meist eher ein Balance-Mandat. Der Kunde gab eine Benchmark vor und der Asset-Manager hat versucht, diese Benchmark zu schlagen. Heute ist das anders. Die Kunden orientieren sich mehr an ihren Bedürfnissen. Dazu zählt zum einen die Suche nach Alpha, also der Versuch, mit verschiedenen aktiven Strategien einen Mehrertrag gegenüber der Benchmark zu erzielen. Zum zweiten gehört dazu der Wunsch, eine bestimmte

Zielrendite zu erzielen. Dadurch sind Multi-Asset-Mandate auch häufig eine Alternative zur klassischen Rentenanlage. Zum Dritten geht es auch darum, eine Alternative zur Kasse zu finden. Ziel ist es, die niedrigen und teilweise auch negativen Zinsen zu umgehen - und zwar mit einem möglichst geringen Risiko. In diesen drei Bereichen sehen wir derzeit sehr viel Nachfrage. Deshalb glauben wir, dass Multi-Asset-Portfolios in Zukunft wichtiger werden.

*Sie alle betonen, dass ein Multi-Asset-Manager große Freiheitsgrade benötigt. Akzeptieren die Kunden das?*

**Kolrep:** Viele unserer Kunden wären sicherlich nicht damit einverstanden, wenn wir eine Aktienquote von Null bis 100 Prozent angeben würden. Denn selbst wenn sie optimistisch sind für Aktien, wären ihnen 100 Prozent Equity zuviel für ihr Risikoprofil. Deshalb müssen wir in den meisten Fällen mit deutlich niedrigeren Quoten leben. Gleichzeitig sehen wir aber auch, dass die Anleger, für die wir tätig sind, sehr offen sind für alle möglichen Anlageinstrumente.

**Quapp:** Letztendlich sind auch wir natürlich abhängig davon, was der Kunde zulässt. Wer allerdings ein Multi-Asset-Mandat vergibt, weiß in der Regel, dass der Portfolio-Manager Freiheiten benötigt. Wir sind sehr breit aufgestellt bei der Wahl unserer Instrumente. Das ist entscheidend, damit man die Potenziale tatsächlich ausschöpfen kann. Meine Erfahrung ist allerdings, dass die Investoren Kasse nicht unbedingt als Anlageklasse sehen – das gilt natürlich ganz besonders jetzt in der Niedrigzinsphase.

**Grassl:** Auch der Einsatz von Derivaten ist immer noch ein heikles Thema. Die benötigen wir allerdings, um das Portfolio



*„Für unsere Multi-Asset-Portfolios konzentrieren wir uns auf Aktien, Staatsanleihen, Rohstoffe und Kasse.“*

**Dr. Martin Kolrep**  
Senior Portfolio Manager,  
Invesco Quantitative Strategies



*„Wir haben uns entschieden, keine Prognosen abzugeben, sondern uns bei der Asset-Auswahl immer am Ist-Zustand zu orientieren.“*

**Markus Kaiser**  
Vorstand,  
Star Capital



*„Unser Management-Ansatz ist es, Ineffizienzen an den Märkten zu erkennen, und dann Risikoprämien abzuschöpfen.“*

**Andrea Quapp**  
Managing Director,  
Swiss & Global Asset Management



*„Wir haben einen regelbasierten Risikomanagement-Prozess, mit dem wir schnell auf ein verändertes Marktumfeld reagieren können.“*

**Thomas Portig**  
Portfolio Manager,  
smart-invest



*„Bei unserem Asset-Management-Ansatz steht nicht die Einzeltitel-Selektion im Vordergrund, sondern das Markt-Timing.“*

**Andreas Grassl**  
Vorstand,  
Skalis Funds



effizient zu steuern und zusätzliche Rendite zu erzielen. Wir legen dabei jedoch großen Wert auf Flexibilität und Liquidität. Deswegen setzen wir zum Beispiel keine OTC Derivate ein. Viele Kunde sind jedoch in ihren Vorgaben und Ängsten gefangen. Wir müssen ihnen klarmachen, dass es nicht möglich ist, eine Überrendite zu erzielen, ohne ein Risiko einzugehen. Auch wir können keine Wunder bewirken.

**Kaiser:** Das gilt umso mehr in Zeiten, in denen der risikofreie Zins gleich null ist. Wir versuchen, den Anlegern daher auch immer wieder deutlich zu machen, dass man in der heutigen Zeit bereit sein muss, etwas mehr Volatilität zuzulassen, wenn man Rendite erzielen will. Ein Portfolio muss dazu atmen können. Dennoch gilt es, die Verlustrisiken so gut es geht zu beschränken. Das kann bedeuten, dass man in schwierigen Marktphasen in Kasse geht. Wird die Kasse nicht als Anlageklasse gesehen, dann wird es kompliziert. Insgesamt sehen wir allerdings, dass die Anleger, für die wir tätig sind, sehr offen sind gegenüber der flexiblen Portfoliosteuerung und dem Einsatz alternativer Instrumente – auch wenn es natürlich Einschränkung gibt.

**Portig:** Wie immer gibt es auch bei Multi-Asset-Anlagen einen Unterschied zwischen Theorie und Praxis. Natürlich wollen wir als Asset-Manager eine möglichst große Bandbreite. Für den Kunden ist es allerdings das Wichtigste, dass der Manager bei Bedarf eine Anlageklasse ganz auf Null setzen kann. Dazu benötigen wir die richtigen Instrumente. Denn am schnellsten geht so etwas mit Derivaten. In solchen Fällen erhöhen wir die Cash-Quote deutlich. Im Herbst waren wir beispielsweise eine ganze Zeit bei 100 Prozent Kasse. Und zwar nicht nur bei den Multi-Asset-Mandaten, sondern auch bei den Plain-Vanilla-Aktien-Mandaten, die waren alle

komplett abgesichert. Wir arbeiten regelbasiert, und da kam ganz klar das Signal zur Absicherung. Der Prozess zog sich dann über einige Zeit hin.

*Gibt es noch andere Möglichkeiten, mit schwierigen Phasen umzugehen?*

**Kolrep:** Es ist ja gerade die Idee von Risk-Parity-Strategien, dass man sich nicht unbedingt darauf verlässt, im richtigen Moment die richtigen Assets zu verkaufen und dann zu niedrigeren Kursen wieder einzusteigen. Man versucht vielmehr, das Portfolio von vornherein so zu strukturieren, dass Gewinne mit der einen Anlageklasse Verluste mit der anderen kompensieren.

**Grassl:** Wir kommen von einem ganz anderen Ansatz: Wir wollen wissen, wieviel Verlust der Kunde bereit ist, in Kauf zu nehmen. Immer wenn wir eine Position eingehen, definieren wir gleich den Exit Level, also einen Take Profit und einen Stop Loss. Wenn der Stop Loss erreicht ist, dann gibt es bei uns aufgrund des Risikomanagements keine Alternative. Ich muss die Position entweder verkaufen oder irgendwie absichern. Deswegen bewegen wir uns nur in sehr liquiden Anlageklassen: Staatsanleihen, Pfandbriefen, Covered Bonds. Und wir haben gesehen, dass man in Krisenphasen nicht mal Staatsanleihen aus dem Euroraum verkaufen kann. An diese Erfahrung müssen wir die Portfoliokonstruktion anpassen.

**Quapp:** Und genau deshalb ist es so wichtig, die freie Wahl der Instrumente zu haben. Denn bestimmte Anlageklassen können Sie ja auch indirekt kaufen. Man muss nicht einzelne High Yield Renten kaufen, sondern kann in einen High Yield-Fonds investieren. Natürlich muss man dann die etwas



höheren Kosten einkalkulieren – man braucht aber die Möglichkeit, diese Instrumente zu nutzen.

**Kaiser:** Einer der wesentlichen Gründe, weshalb wir ETFs einsetzen ist, dass sie liquide sind. Natürlich laufen auch hier die Spreads auseinander, wenn die Volatilität am Markt steigt. Doch inzwischen zeigt sich, dass ETFs teilweise liquider sind, als die ihnen zugrunde liegenden Papiere. Darüber hinaus haben wir die Möglichkeit, Derivate zur Absicherung einzusetzen. Das machen wir in den etablierten Märkten auch. Bei Emerging Markets ist das allerdings schwieriger, da sind wir froh, dass wir über ETFs mit nur einer Transaktion in einen Markt ein- und wieder aussteigen können – und sei er noch so exotisch. Deshalb achten wir sehr genau darauf, dass die ETFs, die wir selektieren, liquide handelbar sind, dass sie ausreichend Volumen haben und dass möglichst mehrere Market Maker aktiv sind.

**Portig:** Damit liegen Sie voll im Trend. Wenn die professionellen Investoren eine Lehre aus 2008 gezogen haben, dann ist es der Blick auf die Liquidität. Heute achten alle Anleger mehr denn je darauf, dass alle Instrumente innerhalb der einzelnen Asset-Klassen, eine größtmögliche Liquidität aufweisen. Das sind inzwischen konkrete Kundenvorgaben, die es vor 2008 in dieser Form nicht gab, und die heute extrem wichtig sind. Wenn es um Derivate geht, dann akzeptieren auch sehr konservative Anleger inzwischen alle Produkte, die an der Eurex gehandelt werden – sofern man die Instrumente zur Absicherung nutzt und nicht in die Übersicherung geht.

*Viele institutionelle Investoren geben in ihrer Anlagepolitik feste Quoten für bestimmte Asset-Klassen vor. Wie lässt sich*

*das mit der Freiheit vereinbaren, die Sie für die Umsetzung ihrer Multi-Asset-Strategie benötigen?*

**Portig:** Dafür gibt es keine pauschale Antwort. Es gibt Institutionelle, die geben Quoten vor und wollen sehen, wo und wie wir uns darin bewegen. Im Reporting ist das ja auf Tagesbasis problemlos möglich. Aber es gibt auch Investoren, die Multi-Asset durchaus als separate Asset-Klasse definieren. Sie nehmen den Teil dann auch aus ihrem eigenen Risiko Overlay raus. Das ist der entscheidende Punkt, denn sonst kann es passieren, dass man sich gegenseitig konterkariert. Und das wollen die Kunden natürlich nicht. Wir haben einige Versicherungskunden, die es genauso geregelt haben. Für uns als Asset-Manager hat das natürlich einige Vorteile. Wir können dann relativ frei agieren.

**Kaiser:** Letztendlich kommt es immer darauf an, wie die Asset-Allocation beim institutionellen Investor gesteuert wird. Es gibt ja durchaus auch Anleger, die ganz bewusst Manager für einzelne Asset-Klassen suchen, weil sie sich um die Asset-Allocation selbst kümmern wollen. Viele Versorgungs- und Pensionskassen sind allerdings nicht so professionell aufgestellt, dass sie über die Expertise oder die Kapazitäten verfügen, sich selbst darum zu kümmern. Gerade für diese Kunden ist es sinnvoll, ihr Portfolio durch den Einsatz unterschiedlicher Strategien im Multi-Asset-Bereich zu diversifizieren. Sie lagern damit die Verantwortung für die Asset-Allokation aus, haben aber gleichzeitig die Flexibilität, sich innerhalb festgelegter Grenzen zu bewegen.

**Grassl:** Bei großen Versicherungen stellt sich jedoch immer das Problem, dass wir als Multi-Asset-Manager eigentlich nirgends richtig reinpassen. Die Gesellschaften haben eine strategische Asset-Allocation und Vorgaben für



einzelne Quoten, über die sie an die Aufsicht berichten müssen. Wenn da ein Asset-Manager sagt, er hat eine Aktienquote von Null bis 60 Prozent und bei Renten bewege er sich zwischen Staatsanleihen und Emerging-Market-Bonds, dann wird es schwierig. Viel einfacher ist es, wenn uns ein Kunde ein bestimmtes Risikobudget vorgibt.

**Kolrep:** Genau das ist bei uns eigentlich der Normalfall. Der Kunde gibt uns ein Risikobudget vor, mit dem wir arbeiten dürfen. Und dieser Teil wird dann aus dem übergeordneten Risikobudget des Anlegers herausgenommen. Wir sind Dienstleister für unsere Kunden und müssen uns um deren Probleme und Schwierigkeiten kümmern. Sie haben gewisse Anforderungen, mit denen sie an uns herantreten, und wir müssen sie dabei unterstützen, diese Vorgaben zu erfüllen. In diesem Zusammenhang sind die Eigenkapitalanforderungen, denen Banken und Versicherungen unterliegen, sehr wichtig. Wenn wir es schaffen, unsere Multi-Asset-Strategien – wie auch immer die aussehen – unter der Nebenbedingung der Eigenkapitalanforderung zu optimieren, dann haben wir das Maximum erreicht. Dann sind wir da, wo zumindestens ich hinmöchte.

*Damit sind Sie nicht mehr nur Asset-Manager sondern Problemlöser und Risikomanager.*

**Portig:** Ja, es gibt tatsächlich einen Paradigmenwechsel – wenn man dieses große Wort in den Mund nehmen will. Multi-Asset-Management bewegt sich wirklich immer mehr in Richtung Risikomanagement. Das ist der eigentliche Grund, weshalb Kunden einen Multi-Asset-Manager mandatieren oder ein institutionelles Publikumsprodukt aus

diesem Bereich kaufen. Sie wollen sich auch das Know-how im Risikomanagement einkaufen. In der Vergangenheit war das nicht so wichtig. Man konnte relativ einfach mit Renten Performance machen und das Risiko steuern. Nachdem das nicht mehr möglich ist, wird sich zeigen, wer wirklich ein echter Risikomanager ist, wo die Performance-Beiträge und wo die Risiken herkommen. Deshalb wird das Multi-Asset-Management in den kommenden drei Jahren noch etwas durcheinander gewürfelt werden. Davon bin ich überzeugt.

**Grassl:** Das sehe ich genauso. Wir verstehen uns auch in erster Linie als Risikomanager und erst in zweiter als Portfolio-Manager. Die Auswahl der einzelnen Titel ist im Augenblick eher nachgelagert. Wir überlegen vielmehr, welche Marktveränderungen wir uns leisten können, und wie wir den Markt insgesamt einschätzen.

**Quapp:** Natürlich diskutieren im Augenblick viele Kunden über das Niedrigzinsumfeld. Als Multi-Asset-Manager sollte uns das absolute Zinsniveau allerdings eigentlich egal sein. Denn in jeder Marktphase gibt es Chancen. Daher ist es für uns essenziell, die Kunden davon zu überzeugen, dass sie uns eine möglichst große Flexibilität zugestehen. Es ist noch sehr viel Arbeit, die Anleger auf unserer Seite zu haben, dass es neben Staatsanleihen noch Anlageklassen gibt, die Potenzial haben und das Risiko des Gesamtportfolios gar nicht so sehr in die Höhe schrauben. Muss muss die Ergebnisse der Vergangenheit belegen können und zeigen, wie das Risikomanagement bisher funktioniert hat. Im Jahr 2011 haben wir zum ersten Mal gesehen, wie sich die Spreu vom Weizen getrennt hat. Das wird in Zukunft weitergehen. Dann wird sich zeigen, wer wirklich ein Multi-Asset-Manager ist und wer nicht.

Margaretha Hamm