

Alternative Investments: Rettung oder Risiko?

Alternative Investments unterliegen den gleichen Risikofaktoren wie börsengehandelte Anlageklassen, befindet eine Studie des weltgrößten Anleihe-Investors Pimco. Zwei Praktiker halten dagegen, dass bestimmte Absolute-Return-Fonds, Mikrofinanz und vor allem Immobilien ein Stiftungsportfolio durchaus stabilisieren können. *Von Stefan Preuß*

Das niedrige Zinsniveau lässt Stiftungen vermehrt darüber nachdenken, neben den Kerninvestments Anleihen und Aktien auch Allokationen in sogenannten Alternativen Investments (AI) vorzunehmen. Damit sind Ackerland, Wald oder Private Equity und Venture Capital ebenso gemeint wie Immobilien als offener oder geschlossener Fonds, Infrastruktur und Rohstoffe. Hedgefonds jeglicher Ausprägung und Mikrofinanz zählen ebenfalls zum alternativen Anlageuniversum. Ebenso Beta-Faktor-Strategien, die auf Gewinne aus Preisunterschieden für ein Produkt in verschiedenen Märkten, Volatilität oder Spekulationsgeschäfte unter Ausnutzung von niedrigen Kreditzinsen in anderen Währungen setzen.

Befürworter argumentieren, dass Alternative Investments nicht nur höhere Rendite versprechen, sondern gerade in Abwärtszeiten Stabilität in ein Stiftungsportfolio bringen könnten. Denn die Korrelation zu den Kapitalmärkten sei gering ausgeprägt. Salopp ausgedrückt: Es interessiert den Wald oder die mautpflichtige Autobahnbrücke herzlich wenig, was die Aktienindizes MSCI World und DAX veranstalten. Allenfalls bei einer längeren wirtschaftlichen Schwäche können sich Auswirkungen ergeben, etwa durch niedrigere Preise bei Bauholz oder weniger Fahrzeuge, die die Brücke nutzen.

Bernhard Matthes, Portfoliomanager der Bank für Kirche und Caritas (BKC) in Paderborn, gibt allerdings zu bedenken, dass alternativen Anlagen bisweilen nur vermeintlich alternativ seien, sondern im Kern lediglich Derivate der traditionellen Risiko-



Bernhard Matthes

Abb. 1: Die offiziell angegebenen und die von Pimco justierten Entwicklungen alternativer Anlageklassen im Vergleich zum Gesamtmarkt

Assetklasse	Volatilität	Korrelation zu Aktien	Beta der Assetklasse zum Gesamtmarkt
Private Equity	11 22%	75 75%	0,5 1,0
Venture Capital	25 52%	41 45%	0,6 1,4
Infrastruktur gelistet	15 17%	56 56%	0,6 0,6
Ackerland	7 14%	-13 1%	-0,1 0,0
Wald	9 17%	11 18%	0,1 0,2
Immobilien zentrale Hauptlagen	6 16 %	12 47%	0,0 0,5
Immobilien Sanierungen	9 23%	16 49%	0,1 0,6
Immobilien opportunistisch	12 31%	31 47%	0,2 0,9
Hedgefonds gesamt	7 9%	76 74%	0,4 0,4

Jeweils links in der Tabelle der Wert aus den vorliegenden Daten, rechts der nach den Pimco-Berechnungen adjustierte Wert.
Erläuterung Beta: Wert = 1,0: Assetklasse läuft exakt mit dem Markt mit. Wert > 1,0: Assetklasse reagiert stärker als der Markt. Wert < 1,0: Assetklasse reagiert schwächer als der Markt.
Negativwert: Entwicklung gegenläufig zum Markt, Maximum -1,0.
Quelle: Pimco

arten oder aber zumindest Aktien-beziehungsweise Zinsrisiko mit beinhalten: „Viele Absolute-Return-Fonds bringen beispielsweise bei näherer Betrachtung ein deutlich erhöhtes Aktienrisiko mit sich – und das gerade in Marktphasen, in denen der Anleger möglichst gering gegenüber Risiko-Assets exponiert sein möchte.“

Der weltgrößte Anleihe-Investor Pimco geht in einer Studie sogar davon aus, dass alle Anlageklassen grundsätzlich „einem gemeinsamen Satz von Risikofaktoren ausgesetzt sind“, und dass diese Risikofaktoren in unterschiedlicher Stärke und Ausprägung auch wirken. Durch die Intransparenz von Assetklassen in illiquiden oder halböffentlichen und/oder wenig reglementierten Märkten ergebe sich die Schwierigkeit aussagekräftiger Preisfeststellungen. Dies führe dazu, dass die – nach Auffassung der Autoren falsche – Ansicht populär sei, dass es so etwas wie ein free lunch bei einigen alternativen Anlageklassen gebe, also höhere Rendite bei gleichzeitig geringerem Risiko gegenüber Aktien und Anleihen.

Um diese These zu beweisen, haben die Autoren historische Daten von Dezember 2012 bis Ende 1991 zurück ausgewertet und eine „Mark-to-Market“-Formel für eine geglättete, angepasste Wertermittlung entwickelt. Beachtung fanden äußere Risikofaktoren ebenso wie solche, die dem Investment innewohnen. Untersucht wurden Risiken, die aus Zinsen, Zinsänderungen, Laufzeiten, Risikoaufschlägen bei Verzinsungen, Volatilität, Stärke der Kursbewegungen oder Illiquidität herrühren, und auch Faktoren wie das mögliche Risikomanagement oder der Versuch, die möglichst optimalen Ein- und Ausstiegszeitpunkte zu finden. Das Ergebnis ist eine geglättete („smoothed“) Auswertung (siehe Abbildung 1), die Alternativen Investments eine durchweg höhere Volatilität und Korrelation mit den Aktienmärkten bescheinigt als bisherige Berechnungen ergaben. Dies gilt vor allem im Bereich Immobilien, Private Equity und Venture Capital.

Bernhard Matthes von der BKC hält dagegen, dass eine Beimischung von AI

z.B. nach dem Vorbild vieler Stiftungsfonds von US-Universitäten das Portfolioverhalten durchaus verbessern und insbesondere in Stressphasen robuster machen kann: „Unserer Erfahrung nach ist gegenüber einem traditionellen 70/30-Mix ein Portfolio, welches den 30%-Anteil in Aktienrisiko und andere Risikoarten splittet, langfristig in der Lage, ein effizienteres Rendite-Risiko-Profil aufzuweisen.“

Die BKC sucht deshalb nach Anlageinstrumenten, „die tatsächlich gering oder negativ zu den Grundbausteinen Aktien und Renten korreliert sind, und dies unabhängig vom Marktumfeld“. Bestimmte Absolute-Return-Fonds eignen sich seiner Erfahrung nach, und Mikrofinanzanlagen „tragen zwar rentenähnliche Charakteristika in sich, korrelieren aber dennoch nur sehr gering mit traditionellen Bond-Indizes“. Die Anforderung an alternative Vehikel im Portfolio lauten daher: „Sie müssen Träger einer eigenständigen Risikoprämie sein, uns in einem normalen Kapitalmarktumfeld mindestens den Geldmarktertrag liefern und in Stressphasen den Stress im Portfolio nicht verstärken, sondern mindern.“

Nicht alle angestrebten alternativen Anlagen, die beispielweise im Yale-Portfolio über die Jahre wichtige Beiträge geliefert haben, seien innerhalb liquider Anlagestrategien auch tatsächlich umsetzbar, betont Matthes: „So sind Themen wie etwa Infrastruktur, Wald oder Ackerflächen allenfalls für sehr große

Stiftungen in der Direktanlage Teil des Anlageuniversums. In der Auswahl der jeweiligen Instrumente gilt besonderes Augenmerk auch der Nachkostenrendite.“

Thomas Meyer, Vorstand des Immobilienspezialisten Wertgrund Immobilien AG, sieht die Pimco-Untersuchung ebenfalls kritisch. „Eine Untersuchung des Beratungs- und Analysehauses Bulwiengesa hat gezeigt, dass im Zeitraum 2010 bis 2014 keine signifikante Korrelation zwischen un-



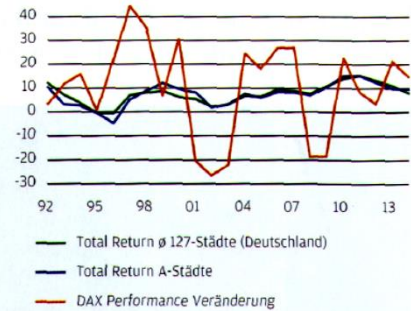
Thomas Meyer

serem Mietportfoliofonds WohnSelect D und dem DAX sowie MSCI World nachweisbar ist.“ (siehe Abbildung 2). Darüber hinaus korrelierten Wohnimmobilien nur leicht mit Aktien- und Rentenindizes (DAX, REX und MSCI World) und seien somit gut geeignet, zur Stabilisierung von gemischten Anlageportfolien beizutragen.

„Zudem schneiden Wohnimmobilien bei der Volatilität beziehungsweise Sharpe Ratio besser ab als der Kapitalmarkt. Der durchschnittliche Total Return von 1992 bis 2014 lag beim DAX bei 10% mit einer Volatilität von 20% und bei deutschen Wohnimmobilien bei 8,1% mit einer Volatilität von 5%“, so Meyer. Die Sharpe Ratio beziffert die Überrendite im Verhältnis zum eingegangenen Risiko/Volatilität. Es ergebe sich für den DAX eine

Abb. 2: Total Return Wohnimmobilien vs. DAX-Entwicklung

QUELLE: RIWIS, DEUTSCHE BUNDESBANK



Sharpe Ratio von 0,47 und für deutsche Wohnimmobilien von 1,48. „Noch deutlicher ist das Ergebnis übrigens, wenn der Zeitraum seit Ausbruch der Finanzkrise betrachtet wird. Während sich die Sharpe Ratio des DAX nur leicht auf 0,53 verbessert, liegt die Kennzahl bei Wohnimmobilien bei 3,80.“

Fazit

Nicht überall, wo Alternatives Investment draufsteht, sind auch Alternativen zu den Risiken am Kapitalmarkt drin. Erfahrungen von Praktikern zeigen jedoch, dass interessante Alternativen – sowohl in Hinblick auf Rendite wie Risikominimierung eines Portfolios – zu Aktien und Anleihen existieren. Das gilt besonders für den Bereich Immobilien.