

Aquila Capital Research

Stiftungsfonds



Research

„Das Einzige, was in einer großen Finanzkrise steigt, sind die Korrelationen.“

Vor dieser Weisheit blieben im letzten Geschäftsjahr auch die großen Universitätsstiftungen Harvard und Yale nicht länger gefeit. Hatten sie vorher als geradezu unverwundbare Finanzathleten gegolten, mussten sie erstmals hohe Verluste hinnehmen. Im Endeffekt erwirtschafteten beide Häuser annualisiert betrachtet aber immer noch beachtliche Renditen – Yale beispielsweise im zweistelligen Bereich. Und sie zogen ihre – unterschiedlichen – Konsequenzen aus den jüngsten Entwicklungen. Lesen Sie in der nachfolgenden Betrachtung, welche Auswirkungen die Finanzkrise auf die großen Universitätsstiftungen hatte und wie Harvard und Yale sich daraus folgendermaßen aufstellen.

Ihr



Marcus Rost

Asset-Allokation strategisch handelnder Investoren nach der Finanzkrise

Was kommt nach der Party?

Die Finanzkrise hinterlässt tiefe Einschnitte in den Statuten der internationalen Finanzwelt. Der durch exzessive Kreditvergabe aufgeblähte Sektor der Financial Assets konsolidiert in einem Deleveraging-Prozess, der von einer stärkeren staatlichen Regulierung flankiert wird. In den letzten drei Jahrzehnten sind Finanzanlagen im Vergleich zum amerikanischen Bruttosozialprodukt um 500 % gestiegen¹. Basierend auf hohen Renditen in den Segmenten Aktien und Renten hatte man eine große Party an den liquiden Kapitalmärkten gefeiert. Diese scheint nun vorbei zu sein. Die Fundamentaldaten entbehren einer entsprechenden Grundlage für anhaltend hohe Ergebnisse in den klassischen Kapitalmarktsegmenten Aktien und Renten. Einschnitte hinterlässt die Finanzkrise auch in der Asset-Allokation strategischer Investoren, denn das Versagen vieler Modelle hat in den Turbulenzen tiefe Zweifel ausgelöst.

Amerikanische Universitätsstiftungen waren in den letzten Jahrzehnten mit ihrer stringent verfolgten Multi Asset-Politik Wegweiser für eine moderne und zukunftsgerichtete Anlagepolitik institutioneller Investoren. Neben den traditionellen Anlagen in Aktien und Renten kombinierten sie vor allem alternative Anlageklassen, wie z. B.

Marcus Rost



Multi Asset Class Management

Marcus Rost ist bei Aquila Capital Verantwortlicher für das Multi Asset Class Management, das in verdichteter Form den Investmentstil der erfolgreichen Universitätsstiftungen umsetzt.

Herr Rost betreut im Rahmen dieser Investmentstrategie offene Investmentfonds sowie Spezialmandate. Zuvor war er im Aktienhandel an der Frankfurter Wertpapierbörse, im Asset Management einer unabhängigen Vermögensverwaltung in New York und im Aktien- und Derivatehandel mit eigenem Verantwortungsbereich einer großen Bank tätig.

Absolute Return und Real Assets, in einem Portfoliomix. Mit dieser Strategie wurden ausgezeichnete Ergebnisse erzielt. In der Vergangenheit vom Erfolg verwöhnt mussten die Stiftungsfonds im letzten Geschäftsjahr, vom 01.07.2008 bis zum 30.06.2009, dann erstmals außerordentlich hohe Verluste in Kauf nehmen. Kritik an der allzu großen Risikoneigung der Stiftungsmanager und an der starken Ausrichtung an illiquiden Anlagen wurde laut. Sogar die Kapitulation der Risikostreuung als Mittel der Portfoliodiversifikation wurde proklamiert. Viele private sowie institutionelle Anleger flüchteten durch ihren Vertrauensverlust aus nachhaltigen Anlagestrategien, investierten in Staatsanleihen und parkten in Geldmarktanlagen.

Liquiditätslücken bringen Stiftungsfonds in Schieflage

Die Harvard Stiftung verlor im Geschäftsjahr 2009 27,3 % an Wert, das Stiftungsvermögen sank von 36,9 Mrd. USD auf 26,0 Mrd. USD². Yale büßte 24,6 % ein, das Stiftungsvermögen verlor 5,6 Mrd. USD auf 16,3 Mrd. USD³. Beide Vorzeiguniversitäten erzielten Rekord- und in der Geschichte der Stiftungen einmalig hohe Verluste. David Swensen, der Manager des Yale Stiftungsfonds, hatte bis dato sogar auf eine 20-jährige Historie ohne negative Ergebnisse verweisen können. Im Gegensatz zu bisherigen Abschwungphasen wie 2001/2002 waren Yale und Harvard diesmal nicht in der Lage, dem Markttrend mit positiven Ergebnissen zu trotzen. In den beiden Jahren nach dem Platzen der Tech-Bubble erzielte Swensen mit seinem

¹ BCA Research 2008

² Harvard Management Company Endowment Report

³ Yale University 22.09.2009

RESEARCHBERICHT STIFTUNGSFONDS

Stiftungsvermögen beachtliche 9,9 % Rendite, der breite Marktindex MSCI World brach im gleichen Zeitraum um 34,6 % ein. In der aktuellen Krise konnten Yale und Harvard entsprechende Leistungen nicht wiederholen. Dennoch kann Yale nach wie vor mit zweistelligen Renditen über die letzten zehn Jahre aufwarten.

Die Ursachen hierfür liegen sowohl in der Vermögensstruktur als auch in der Zielausrichtung der Stiftungen. Die Gründung einer Stiftung erfolgt mit einem definierten Stiftungszweck. Die Früchte, die durch die Verwaltung des Stiftungsvermögens erwirtschaftet werden, kommen eben diesem Zweck zugute, während das originäre Stiftungskapital unangetastet bleibt. Die Laufzeit einer Stiftung ist somit auf einen unendlichen Zeitraum angelegt.

Die obligatorische Verpflichtung von Stiftungen wie Harvard und Yale, jedes Jahr einen positiven Cashflow erzielen zu müssen, um den Universitätshaushalt zu speisen, kann dann zu einem Problem führen. Ein hohes Anforderungsprofil wird an das Asset Management der Stiftungen gestellt. Der Harvard Stiftungsfonds trägt z. B. ein Drittel zum Universitätshaushalt bei, Yale überwies im letzten Geschäftsjahr 1,2 Mrd. USD auf das Universitätskonto und trug somit sogar 42 % der Universitätsausgaben. Die in den letzten Jahren gestiegenen Ansprüche der Universitäten und ihrer Fakultäten setzen die Stiftungsfonds unter Druck. Einige Fakultäten werden mit über 60 % aus den Stiftungseinnahmen gefördert und können somit nur durch eine fortlaufende Unterstützung überleben.

Das Liquiditätsmanagement erfolgt bei den Stiftungsfonds naturgemäß überwiegend durch die liquiden Anlagen wie Aktien, Renten- und Geldmarktpapiere. Nun zeichnen sich die Stiftungsvermögen aber gerade durch einen hohen Anteil an illiquiden Anlagen aus, die die Fungibilität der Stiftungsvermögen erheblich einschränkt. Sinken zudem die Kurse der liquiden Anlagen sehr stark, entstehen Liquiditätslücken. Gleichzeitig gerät die strategische Asset-Allokation des Portfolios aus dem definierten Gleichgewicht, weil Teile des Portfolios sehr stark an Gewicht verlieren, während andere (illiquide) Anlagen weniger an Wert einbüßen. Die liquiden Anlagen sind erstens mit einem für die Anlagestrategie zu kleinen Anteil im Portfolio vertreten und zweitens nicht mehr für den Zahlungsstrom an die Universität verfügbar. Der Verkauf von illiquiden Anlagen bleibt daher nur als letzter Ausweg und geschieht unter hohem Preisdruck des Marktes. In genau diesem Dilemma haben sich die großen Stiftungsuniversitäten im letzten Jahr befunden.

Notwendigkeit einer Multi Asset-Allokation für strategisch handelnde Investoren

Viele Marktteilnehmer waren von der großen Anfälligkeit der Stiftungen in der Finanzkrise überrascht. Hatten sie doch aufgrund ihrer hohen Diversifikation und Unkorreliertheit als bestmöglich vor Finanzkrisen geschützt erschienen.

Die Anlagepolitik von David Swensen lässt sich in kurzen Worten wie folgt zusammenfassen: In einem Portfolio werden Anlagen und Anlageklassen mit einem aktienähnlichen Rendite-Risiko-Profil und einer geringen Korrelation zueinander kombiniert. Dabei liegt der Fokus auf sogenannten alternativen Anlageformen wie Absolute Return-Strategien, realen Vermögenswerten und Private Equity. Risikoaverse Anlagen in Form von Renten bilden mit unter 5 % nur einen geringen Portfolioanteil. Ziel der Anlagestrategie ist die Erzielung von überdurchschnittlichen Erträgen bei gleichzeitig reduziertem Portfoliorisiko, mithin die Erfüllung der Portfolioeffizienz nach Markowitz. Voraussetzung für die erfolgreiche Umsetzung dieser auf den Gedanken von Markowitz beruhenden Portfoliotheorie ist, wie Swensen betont, der Zugang zu einem Netzwerk von erstklassigen Managern und das entsprechende Know-how, diese Manager zu identifizieren. Das bedeutet eine Konzentration auf Manager, die in ineffizienten Kapitalmarktsegmenten agieren und gleichzeitig in der Lage sind, bessere Ergebnisse zu erzielen als der Durchschnitt der anderen Manager. Mit dieser Strategie war Swensen in den letzten zehn Jahren in der Lage, eine Rendite von 16,3 % p. a. zu erzielen und konnte damit 99 % aller institutioneller Investoren ausstechen. Einer der Investoren, die Swensen im Übrigen in den letzten Jahrzehnten nicht überholen konnte, ist Warren Buffet, der mit ebenso beeindruckenden Ergebnissen aufwarten kann. Von 1965 bis 2008 erzielte er eine durchschnittliche Rendite von 20,3 % p. a., in dem Zeitraum, in dem Swensen den Yale Stiftungsfonds verwaltet (1985 bis 2008), ca. 19 % p. a.⁴

Ineffiziente Kapitalmarktsegmente sind die Grundlage für überdurchschnittlich liegende Renditen. Sie begründen sich z. B. in unterschiedlichen Informationsständen, hohen Zugangsbarrieren oder nicht liquidierbaren Anlagegütern – Aspekte, die es dem einen Manager ermöglichen, in einem Marktsegment tätig und erfolgreich zu sein, und dem anderen nicht. Ein Engagement in diesen Nischenbereichen erfordert ein spezielles Know-how des Managers. Nur wem dieses Know-how zur Verfügung steht, wird gleichzeitig in die Lage versetzt, entsprechende Anlagen erfolgreich umzusetzen. Studien zeigen, dass sich der ausgewählte Manager unter den besten 25 % (oberstes Quartil) befinden sollte, damit überdurchschnittliche gute Ergebnisse erzielt werden können⁵. Ein Erfolgsaspekt von Swensens Allokation liegt in der Selektion dieser Manager.

Strukturelle Konsequenzen aus der Krise

Harvard. – Jane Mendillo, die Chefin des Harvard Endowment Funds, bricht nach den einschneidenden Ereignissen der letzten beiden Jahre mit der Anlagestrategie und kündigt für die Zukunft Änderungen der Anlagepolitik an. Neben Sofortmaßnahmen wie Budget- und Jobkürzungen sowie der Verschiebung von Universitätsprojekten plant die langjährige Harvard-Kennerin mehr Transparenz, mehr Liquidität und eine Reduzierung von externen Managern. Mendillo war 15 Jahre bei Harvard tätig, bevor sie 2002 die Institution verließ,

⁴ Berkshire Hathaway Inc., Annual Report 2008

⁵ Vgl. Thomson Venture Economics für Private Equity Anlagen

RESEARCHBERICHT STIFTUNGSFONDS

um den Aufbau des Investment Office im Wellesley College zu übernehmen. 2007 kehrte sie nach Harvard zurück und beerbte den Chefposten von Mohamed El-Erian, der bereits nach kurzer Zeit wieder zu seinem alten Arbeitgeber Pimco zurückgewechselt war.

Ausstehende Commitments für Private Equity-Investitionen hat Mendillo bereits um drei Milliarden USD gekürzt. Die bisherige Liquiditätszielquote von -5 % wurde auf +2 % deutlich angehoben, so dass eine höhere Flexibilität für zukünftigen Liquiditätsbedarf bereit steht. Momentan werden 70 % des Harvard Stiftungsvermögens von externen Managern betreut. Dieser Anteil soll erheblich reduziert und von internen Managern, die zum Teil neu akquiriert werden sollen, verwaltet werden. Dies erhöhe gleichzeitig die Transparenz sowie aufgrund von Kosteneinsparungen die Rentabilität der Stiftung. Mendillo zieht damit klare Konsequenzen sowohl aus der Finanzkrise als auch aus den Bestrebungen ihrer Vorgänger, sukzessive mehr Stiftungsvermögen an externe Manager auszulagern.

Yale. – Ihr Pendant an der Yale Universität hingegen sieht auch für die Zukunft keine Alternative zu den alternativen Anlageklassen und erhöhte das Portfoliogewicht der realen Anlageklassen wie in den letzten Jahren weiter auf 31 %, während Mendillo diese Anlageklasse von 26 % auf 23 % reduzierte. Beide Stiftungen haben in diesem Segment besonders hohe Verluste hingenommen. Harvard verlor 40 % und Yale 33,9 % in den Realanlagen. Ursache hierfür war vor allem der Energiesektor. Zweitgrößter Verlustbringer in beiden Portfolios war Private Equity. Dieser Bereich brach um 32 % bei Harvard und um 24,3 % bei Yale ein. Die liquiden Anlageklassen (Aktien, Renten, Absolute Return) verloren im Yale Stiftungsvermögen dagegen nur moderate 13,1 % und konnten somit ein für 2008 durchaus gutes Ergebnis verbuchen. Als Grund dafür wird das aktive Management genannt.

Swensen sieht die Finanzkrise als ein „Once in a lifetime“-Ereignis und richtet sein Portfolio auch zukünftig auf ein normales Marktumfeld aus und nicht auf ein Szenario des Marktversagens. Die Tatsache, dass in 2008 die Korrelationen aller Anlageklassen untereinander sehr hoch waren und somit keine Risikodiversifikation stattfinden konnte, lag in dem Liquiditäts- und Vertrauensverlust begründet. Es gab nur eine Diversifikation zwischen sicheren und risikobehafteten Anlagen. Eine andere Unterscheidung hat bei den Marktteilnehmern in den Turbulenzen nicht mehr stattgefunden.

Fazit: Die Nachhaltigkeit strategischer Asset-Allokation

Die Notwendigkeit für eine diversifizierte Anlagepolitik ist nach wie vor obligatorisch für ein nachhaltiges Vermögensmanagement. Buy and Hold-Strategien haben nicht mehr die Tragfähigkeit wie in der Vergangenheit und Fundamentaldaten und ein anhaltender Deleveraging-Prozess erhöhen für die Zukunft die Aussichten auf sinkende

Margen und Renditen in den klassischen Anlageklassen. Die strategische Asset-Allokation ist infolgedessen das wichtigste Steuerungsinstrument für den Portfolio- und Vermögensmanager. Über 90 % des Anlageerfolges werden ihr zugeschrieben. Der Selektions- und Timing-Prozess macht weniger als 10 % bei der Anlageentscheidung aus⁶. Die Vermögensverteilung auf verschiedene Anlageklassen in einem Multi Asset Class Ansatz ist somit zugleich entscheidender Erfolgsfaktor und größte Herausforderung für den Manager strategisch ausgerichteter Vermögen.

Trotz der veränderten Fundamentaldaten avisiert Swensen für sein Stiftungsvermögen auch zukünftig zweistellige Portfoliorenditen. Diese werden aber deutlich unter den 16,3 % p. a. liegen, die er über die letzte Dekade bis zum 30.06.2008 erzielt hat, so Swensen. Das Krisenjahr 2008 hat seine durchschnittliche Rendite der letzten zehn Jahre auf 11,8 % p. a. reduziert⁷.

Anders als bei den Nachbarn in Massachusetts geht Swensen somit wesentlich progressiver in die Zukunft und wird sein Yale Stiftungsvermögen weiterhin mit altbewährter Strategie verwalten: Er wird über 90 % der Anlagen in Assets mit einem aktienähnlichen Renditeprofil anlegen. Mendillo richtet die Harvard Stiftung mit mehr Transparenz und mehr Liquidität defensiver aus und setzt vermehrt auf die internen Fähigkeiten des Managements. Ungeachtet dessen halten beide Universitätsstiftungen an ihren Multi Asset Class Strategien mit Schwerpunkt in alternativen Anlagen fest. „What’s the alternative?! Aside from the heroic impossible alternative of being 100 per cent in T-bills?!“ fragt Swensen und stellt gleichzeitig fest, dass es keine gibt⁸. Die beiden wegweisenden Universitätsstiftungen beschreiten somit auch in der Zukunft gemeinsame Wege, zeigen aber in der Umsetzung ihrer Strategien durchaus Unterschiede.

Ausblick

Auch unter Abzug der Verluste, die Harvard und Yale durch das aktuelle Jahrhundertereignis Finanzkrise verbuchen mussten, bilden sie nach wie vor die obere Benchmark aller modernen Portfoliostrategien!

Nach der großen Party der traditionellen Financial Assets werden fundamental orientierte Multi Asset-Strategien noch weiter an Bedeutung und Aufmerksamkeit gewinnen. So werden sie als probates Mittel nicht nur für die Stiftungsfonds der Eliteuniversitäten, sondern für jeden strategisch entscheidenden Investor, dessen Anlagefokus auf ein nachhaltiges und effizientes Portfolio ausgerichtet ist, unabdingbar sein. Nicht umsonst wendet Aquila Capital das Instrument des Multi Asset Class Managements in seiner AC Statistical Value Market Neutral Strategie und in Spezialmandaten schon heute erfolgreich an.

⁶ *Determinants of Portfolio Performance, Financial Analysts Journal Jan/Feb 1995*

⁷ *Yale University 22.09.2009*

⁸ *David Swensen, Financial Times 08.10.2009*