



Ausgabe: Nr.16 | 10/2003

Absolute Returns mit taktischer Asset Allokation

Dr. Peter Oertmann

Absolut Research GmbH
Hafentor 2
D-20459 Hamburg
Telefon: +49 (0) 40 33 39 68 34
Telefax: +49 (0) 40 33 39 68 35
E-Mail: info@absolut-report.de
Internet: www.absolut-report.de



8

Absolute Returns mit taktischer Asset Allokation

Die Dynamisierung der Asset Allokation stabilisiert das Ertragsprofil diversifizierter Portfolios und unterstützt die Ausrichtung auf absolute Renditen. Bestimmte Anlagebewertungsmodelle bieten eine fundierte Grundlage für den Aufbau einer taktischen Portfoliosteuerung auf der Stufe von Anlageklassen. Dr. Peter Oertmann von Vescore beschreibt ausführlich einen solchen taktischen Ansatz.



18

Risiken in Hedge Funds: alternative Alphas und alternative Betas – Teil 1

Hedge-Fund-Manager handeln auf ähnlichen Finanzmärkten mit sehr ähnlichen Finanzinstrumenten wie traditionelle Assetmanager. Prof. William Fung und Prof. David Hsieh, suchen ein Erklärungsmodell für Hedge Funds, das ihre Renditen in den verschiedensten Marktumfeldern erklären kann. Dieser Artikel erscheint in zwei Teilen.



24

Private Equity bei Versicherungen, Pensionskassen und Versorgungswerken

Die Fachhochschule Wiesbaden untersuchte im Frühjahr 2003 das Anlageverhalten von deutschen Versicherungen, Pensionskassen und berufsständischen Versorgungswerken mit Blick auf Private Equity. Dr. Peter Laib von Adveq stellt die wesentlichen Ergebnisse der Studie im Absolut|report vor und zeigt, warum Private Equity als Anlagekategorie für diese Investoren relevant ist.



30

Fallen des Investmentmodernisierungsgesetzes für Private-Equity-Fonds

Da nach allgemeinem Verständnis Private-Equity-Fonds im zukünftigen Investmentrecht nicht geregelt sein sollen, würde man erwarten, dass das neue Investmentrecht für die Private-Equity-Industrie keine Rolle spielt. Der Entwurf eines Investmentmodernisierungsgesetzes spricht eine andere Sprache, so Dr. Benedikt Weiser und Dr. Martin Krause von Linklaters Oppenhoff & Rädler.



38

Hedge Fonds in Irland

Stefan Geppert von der Kanzlei Brauneis Klauser & Prändl in Wien sowie Carl O`Sullivan von Arthur Cox in Dublin beschreiben die Rahmenbedingungen für Hedge Fonds in Irland und geben einen Hinweis darauf, ob es möglicherweise sinnvoll ist, einen Hedge Fonds statt in Deutschland besser in Irland aufzulegen.



48

Hedge-Fonds-Zertifikatsstrukturen nach dem Investmentmodernisierungsgesetz

In Deutschland hat sich in den vergangenen Jahren ein beachtlicher Markt für Hedge-Fonds-Zertifikate entwickelt. Hans Stamm und Dr. Hilger von Livonius von der Kanzlei Clifford Chance Pünder analysieren die Zukunft der Hedge-Fonds-Zertifikatsstrukturen für private und institutionelle Anleger.

3 **editorial**

5 **news**

46 **research review**

53 **buchrezension**

55 **impressum**

Absolute Returns mit taktischer Asset Allokation

Dr. Peter Oertmann

Die Dynamisierung der Asset Allokation stabilisiert das Ertragsprofil diversifizierter Portfolios und unterstützt die Ausrichtung auf absolute Renditen. Bestimmte Anlagebewertungsmodelle bieten eine fundierte Grundlage für den Aufbau einer taktischen Portfoliosteuerung auf der Stufe von Anlageklassen. Dr. Peter Oertmann von Vescore beschreibt ausführlich einen solchen taktischen Ansatz.

Eine Dynamisierung der Asset Allokation stabilisiert das Ertragsprofil diversifizierter Portfolios und unterstützt die Ausrichtung auf absolute Renditen. Konditionierte Anlagebewertungsmodelle bieten eine fundierte Grundlage für den Aufbau einer taktischen Portfoliosteuerung auf der Stufe von Anlageklassen.

Das Denken in traditionellen Benchmarks auf dem Prüfstand

Die zunehmende Dynamik in den Strukturen globaler Finanzmärkte stellt Investoren vor neue Herausforderungen. Gerade die letzten drei Jahre haben deutlich gemacht, dass hinsichtlich der entscheidungsrelevanten Marktparameter keinesfalls von ‚festen Größen‘ ausgegangen werden kann. Vor diesem Hintergrund haben Investoren begonnen, die Grundlagen für die Strukturierung ihrer Portfolios und damit die Steuerung der Asset Allokation kritisch zu überprüfen. Denn das klassische Denken in den traditionellen Anlagekategorien, verbunden mit einer fixierten oder nahezu fixierten strategischen Portfolio-gewichtung, muss hinterfragt werden, wenn mit einer Anlage über bedeutende Zeiträume minimale Anlageziele nicht erreicht werden können oder sogar substanziell Kapital verloren wird.

Die Erwirtschaftung von positiven Renditen in einer absoluten Betrachtungsweise – im zeitgenössischen Jargon: Absolute Returns – bestimmt zunehmend die Zielsetzung auch der institutionellen Anlageprozesse. Insbesondere wenn Investoren aus ihren Kapitalerträgen Leistungsverpflichtungen erfüllen müssen, wird die Erzielung von Absolute Returns zur kritischen Zielvorgabe. In diesem Zusammenhang steht die Frage: Wie kann ein institutionelles Portfolio auf die Erzielung von Absolute Returns ausgerichtet werden?

Wege zu Absolute Returns

Niemand wird ernsthaft anzweifeln, dass ein breit diversifiziertes und regelmäßig rebalanciertes Portfolio, bestehend aus traditionellen Aktien- und Obligationenanlagen, über einen Zeitraum von 20-30 Jahren eine absolut positive Rendite abwirft. Dafür sorgen die Coupons der festverzinslichen Anlagen und die langfristig positive Risikoprämie an den Aktienmärkten. Mittelfristig können rückläufige Aktienkurse und/oder steigende Zinsen den Marktwert eines solchen Portfolios jedoch signifikant reduzieren. In einem solchen Szenario ist der Investor gezwungen, unter Umständen mehrere Jahre ohne absolut positive Erträge auszukommen. Es ist somit keinesfalls sichergestellt, dass die Wertentwicklung eines „traditionellen Portfolios“ den Leistungsverpflichtungen bzw. Deckungsvorschriften eines institutionellen Anlegers jederzeit gerecht wird.

Letztendlich ist es also der Anlagezeithorizont des Investors, der sein Bedürfnis untermauert, mit einer Kapitalanlage Absolute Returns erzielen zu wollen. Wenn Absolute Return-Strategien in irgendeiner Form als Anlagethema gesetzt oder gar in die Anlagezielsetzung eines institutionellen Portfolios aufgenommen werden, steht dahinter in den meisten Fällen das Erfordernis, die laufende Ertragsentwicklung eines Portfolios so auszurichten, dass auch über kürzere bis mittlere Zeithorizonte mit höherer Sicherheit positive Renditen erwirtschaftet werden.

Im Kontext institutioneller Vermögensanlagen dienen Absolute Return-Konzepte somit hauptsächlich der Stabilisierung von Erträgen, dies insbesondere über kurze bis mittlere Zeithorizonte. Nun bietet die moderne Portfoliotheorie grundsätzlich zwei Ansätze, um die Volatilität der

Erträge eines Portfolios in diesem Sinne zu stabilisieren:

(1) Erweiterung des Anlageuniversums

Die Volatilität eines Portfolios hängt bekanntlich ab von der Anzahl der darin enthaltenen Anlageklassen sowie von den Korrelationen zwischen den einzelnen Anlageklassen. Wird das Spektrum der einer Strategie zugrunde liegenden Anlageklassen erweitert, so reduziert die dann mögliche breitere Diversifikation per se das Risiko des Portfolios. Sofern die zusätzlich aufgenommenen Anlageklassen darüber hinaus eine geringe Korrelation gegenüber den im Portfolio bereits vorhandenen Anlageklassen aufweisen, ist der Effekt der Ertragsstabilisierung bzw. Volatilitätsreduktion besonders ausgeprägt.

Dieser Argumentationslinie folgen die meisten Ansätze zur Integration von alternativen Anlageklassen in institutionelle Portfolios. Denn die Wertentwicklung von alternativen Anlagen, wie z. B. Private Equity oder Hedge Fonds, weist gegenüber den traditionellen Aktien- und Anleihenmärkten typischerweise nur eine geringe Korrelation auf.

Alternative Anlagen sind somit geeignete Portfoliobausteine zur effektiven und effizienten Stabilisierung des Portfolioertrages. Die in fast allen Präsentationen zu alternativen Anlageprodukten platzierte „Vorher-Nachher-Grafik“ mit einer Verschiebung der Effizienzlinie in Richtung Nordwest dokumentiert das zentrale Argument.

(2) Taktische Asset Allokation

Jeder Portfoliostruktur liegen bestimmte Erwartungen über die Renditen, Volatilitäten und Korrelationen der darin enthaltenen Anlageklassen zugrunde. Dabei basiert die strategische Asset Allokation und damit >

› auch das Risikoprofil des Portfolios zumeist auf langfristigen Erwartungen hinsichtlich dieser Marktparameter. Da sich die Erwartungen über die Renditen, Volatilitäten und Korrelationen von Anlageklassen prinzipiell fortlaufend verändern, lässt sich die Stabilität der Erträge eines Portfolios durch eine Dynamisierung der Asset Allokation, d. h. eine regelmäßige taktische Anpassung der Portfoliostruktur an veränderte Marktverhältnisse erhöhen.

Die Zielsetzung eines derartig ausgestalteten taktischen Asset-Managements besteht darin, ein Portfolio an die Dynamik der Erwartungen über Chancen und Risiken in den traditionellen Anlageklassen anzupassen und entsprechend Über- und Untergewichtungen zu implementieren. Ein erster Schritt in diese Richtung besteht in der gelegentlichen Nutzung eines taktischen Dispositionsraumes um einen Portfoliobenchmark herum – solche taktischen Bänder können zum Beispiel im Rahmen des Anlageprozesses vorgegeben und durch den Portfoliomanager oder Anlageausschuss bewirtschaftet werden. Eine konsequente Umsetzung der Idee besteht in der Implementierung eines nach bestimmten Kriterien taktisch verwalteten Anteils des Vermögens im Sinne eines taktischen Overlays.

Auf Konzepte zur Ausrichtung eines Portfolios auf Absolute Returns durch Erweiterung des Anlageuniversums soll im Folgenden nicht weiter eingegangen werden. Der Fokus dieses Beitrags liegt auf den Möglichkeiten, Portfolioerträge durch eine taktische Steuerung der Asset Allokation zu stabilisieren.

Der “Nährboden” für taktische Portfolioerträge

Es ist unbestritten, dass die über lange Zeiträume beobachtbaren Un-

terschiede in der Wertentwicklung von Anlageklassen weitgehend auf die Unterschiede im Risikoprofil zurückzuführen sind. Weil zum Beispiel Aktien gegenüber Anleihen ein höheres systematisches, d. h. portfoliowirksames Risiko aufweisen, liefern sie langfristig einen höheren Ertrag als Anleihen. Für die Übernahme von mehr Risiko werden Investoren durch eine Risikoprämie entschädigt. Dieser Trade-off zwischen Risiko und langfristiger Rendite gehört sicherlich zu den wichtigsten “physikalischen Gesetzen” der Finanzmärkte.

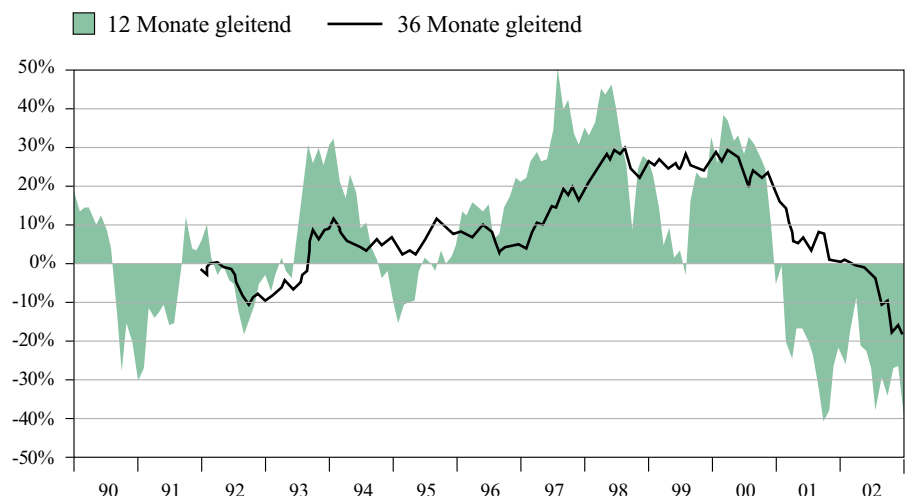
Über kurze bis mittlere Zeiträume weisen die relativen Kursentwicklungen von Anlageklassen jedoch immer wieder Zyklen auf, die der Rangfolge aus der langfristigen Erfahrung widersprechen. So gibt es durchaus länger anhaltende Phasen, in denen Anleihen in der Rendite die Aktien schlagen. Kurz- bis mittelfristig gibt es keine stabilen, quasi wohlgeordneten Beziehungen zwischen Anlageklassen hinsichtlich ihrer relativi-

ven Wertentwicklung. Zyklische Performance-Unterschiede können jederzeit zwischen allen Marktsegmenten gemessen werden, zum Beispiel zwischen Regionen, Währungen, Sektoren und Laufzeiten, aber auch zwischen Subsegmenten wie Wachstumswerten und Substanzwerten, Small und Large Caps. Abbildung 1 zeigt die Dynamik der annualisierten Rendite europäischer Aktien relativ zur Verzinsung einer zeitgleichen risikofreien Anlage am Geldmarkt über einen Anlagehorizont von 12 bzw. 36 Monaten.

Die Ursachen für die Performanczyklen an den Finanzmärkten liegen in den Wechselwirkungen zwischen dem fundamental ökonomischen Umfeld und der Kursentwicklung der Anlagesegmente. Denn an Märkten kann immer wieder beobachtet werden, dass Anlageklassen unterschiedlich auf Veränderungen des fundamentalen Umfelds reagieren. Einige Beispiele: Ein starker Euro belastet in der Regel besonders die Exportwerte, sinkende Zinsen beflü-

1 | Entwicklung der Risikoprämie europäischer Aktien

Ex-post gemessene, annualisierte Rendite europäischer Aktien (MSCI Europa) relativ zur Verzinsung einer zeitgleichen risikofreien Anlage am Geldmarkt. Ein “gleitendes Zeitfenster” simuliert einen Anlagehorizont von 12 bzw. 36 Monaten.



geln meistens besonders die Finanzwerte und langfristige Anleihen, ein steigender Ölpreis wirkt sich positiv auf den Rohstoffsektor aus, hingegen negativ auf die Transport- und Chemieindustrie.

Die Unterschiedlichkeit der Faktoreinflüsse auf Anlageklassen resultiert aus der Dynamik im aggregierten Angebots- und Nachfrageverhalten der Akteure am Markt. Investoren passen die Strukturen ihrer Portfolios prinzipiell fortlaufend an das ökonomische Umfeld an. Denn Veränderungen der Erwartungen über zukünftige ökonomische Potenziale oder Bedrohungen haben einen Einfluss auf den "Risikoappetit" der Investorschaft. Das allgemein erwartete Umfeld bestimmt, welche ökonomischen Risiken tendenziell aufgenommen und welche tendenziell abgestoßen werden. Umgesetzt wird die Risikoselektion bzw. Risikoallokation dann über eine Anpassung der Gewichtungen der Anlageklassen in den Portfolios. Im Ergebnis verändern sich die Bewertungsrelationen an den Märkten.

Die fundamental getriebenen Performancezyklen sind eine fruchtbare Grundlage für die Stabilisierung von Portfolioerträgen durch eine taktische Portfoliosteuerung. Dabei ist das Potenzial für taktische Zusatzerträge gewaltig. Ein Beispiel: Ein gemischtes Portfolio, das zu 50 % in europäische Aktien (Stoxx 50) und zu 50 % in Euro-Staatsanleihen (JPMorgan EMU) investiert ist, hätte über den Zeitraum von Januar 1998 bis Juni 2003 bei monatlicher Rebalancierung einen durchschnittlichen Ertrag von 3,8 % pro Jahr erzielt. Hätte man das Portfolio auf monatlicher Basis taktisch sozusagen optimal zwischen Aktien, Anleihen und Geldmarkt umgeschichtet, d. h. wäre man zu 100 % in Aktien investiert gewesen, wenn Aktien am höchsten

rentierten, und zu 100 % in Anleihen, wenn Anleihen in der monatlichen Rendite am höchsten lagen, und zu 100% im Geldmarkt, wenn der Geldmarkt beide anderen Segmente in der Rendite übertroffen hätte, so hätte man einen Portfolioertrag von beachtlichen 46,4 % pro Jahr erzielt, wenn die Kosten für jede Transaktion (Roundtrip) mit 40 bp veranschlagt worden wären.

Natürlich gibt es keinerlei Grundlage für die Umsetzung einer optimalen taktischen Asset Allokation. Es gibt kein perfektes Prognosemodell. Insofern enthält das Beispiel eine Art theoretischen Grenzfall – der in seiner einfachen Ausgestaltung jedoch verdeutlicht, dass reale Marktkonstellationen viel Raum bieten für eine taktische Portfoliobewirtschaftung auf der Stufe von traditionellen Anlageklassen.

Wie lassen sich taktische Potenziale erschließen?

Um von den fundamentalen Performancezyklen an den Märkten zu profitieren, muss ein taktischer Overlay implementiert werden. Der Anlageprozess muss durch zwei Komponenten ergänzt werden: (a) ein Modell zur querschnitts- und zeitkonsistenten Prognose der kurzfristigen Renditen der Anlageklassen im Universum und (b) ein Regelwerk zur Übersetzung der Signale aus dem Prognosemodell in die Asset Allokation. Die wichtigsten Anforderungen an diese beiden Komponenten:

(a) Querschnitts- und zeitkonsistente Renditeprognosen

Eine zentrale Anforderung im Kontext von Entscheidungen über die Asset Allokation ist die Querschnittskonsistenz der Renditeprognosen. Eine Portfolioentscheidung, d. h. eine Entscheidung über die Gewichtung der darin enthaltenen Anlage-

klassen bedingt, dass die zugrunde liegenden Ertragsersparungen miteinander verglichen werden können. Es sind relative Aussagen über Potenziale erforderlich, da es schließlich darum geht, die Anlageklassen in eine Relation zueinander zu setzen, d. h. das Portfolio zu strukturieren. Insofern ist die Fähigkeit, die relativen Unterschiede zwischen den Anlageklassen hinsichtlich zukünftiger Erträge richtig einzuschätzen, ein entscheidendes Kriterium für die Qualität eines Prognoseansatzes für die Asset Allokation.

Für eine taktische Portfoliosteuerung ist zudem entscheidend, dass nicht nur Querschnittskonsistenz in den Prognosen gegeben ist, sondern auch ihre Konsistenz über die Zeit. Schließlich geht es darum, regelmäßig Entscheidungen auf eine Informationsbasis abzustellen, die Veränderungen der Chancen und Risiken identifiziert und die Beurteilung der Attraktivität von Anlageklassen intertemporal ermöglicht.

Querschnitts- und zeitkonsistente Prognosen für die Anlageklassen in einem Universum lassen sich durch sorgfältig konzipierte Scoring-Ansätze sowie durch quantitative Anlagebewertungsmodelle realisieren. Wichtig ist, dass der Beurteilung der Potenziale sowohl im Querschnitt als auch über die Zeit ein einheitliches "Sensorium" zugrunde liegt, z. B. eine bestimmte Auswahl von makroökonomischen Kennzahlen (top-down) oder von Indikatoren für die fundamentale Anlagebewertung (bottom-up).

(b) Regelwerk zur Übersetzung von Prognosen in taktische Allokationsentscheidungen

Was soll getan werden, wenn die kurzfristige Renditeprognose für europäische Anleihen signifikant höher ausfällt als für europäische Aktien >

› und man das Portfolio taktisch darauf ausrichten möchte? Soll man Aktien auf Null reduzieren? Auf das taktische Minimum? Oder sich irgendwo zwischen taktischem Minimum und der Benchmark – falls es eine solche gibt – positionieren? Gleichzeitig gibt es eventuell noch Signale für die Positionierung auf der Zinskurve und in verschiedenen Regionen oder Sektoren ... Aus diesem Szenario wird klar, dass prinzipiell ein Regelwerk für die Umsetzung von Renditesignalen in Portfoliogewichtungen bestimmt werden muss.

Existiert eine langfristige Anlagestrategie, die der Risikofähigkeit und Risikobereitschaft des Investors entspricht, so kann die taktische Portfoliosteuerung z. B. innerhalb von definierten Bandbreiten um die Neutralgewichtung der Anlageklassen umgesetzt werden.

Auf Basis von Entscheidungsregeln zur Übersetzung der Signale aus dem Prognoseansatz wird die Asset Allokation dann innerhalb dieser Bandbreiten gesteuert, d. h. die Ertragserwartungen für die einzelnen Anlageklassen werden in Über-, Unter- und Neutralgewichtungen umgesetzt. Scoringmodelle und quantitative Kapitalmarktbewertungsmodelle liefern ordinale, meistens sogar kardinale Aussagen über die kurzfristigen Ertragserwartungen im Querschnitt über das Anlageuniversum und lassen sich entsprechend in ein konsistentes Regelwerk zur taktischen Asset Allokation überführen. Der stringenteste Weg zur "Weiterverarbeitung" von kurzfristigen Renditeerwartungen sind die Verfahren der Portfoliooptimierung nach Markowitz oder Black-Litterman. Diese Verfahren bilden die Basis für eine taktische Portfolioentscheidung unter Einbezug der Portfoliorisiken, also der Volatilitäten und Korrelationen der Anlageklassen.

Anlagebewertungsmodelle zur Renditeprognose

Eine ökonomisch fundierte und transparente Grundlage für Allokationsentscheidungen bilden die Anlagebewertungsmodelle. Diese Ansätze leiten Renditeprognosen grundsätzlich ab aus den Prognosen für einen oder mehrere bewertungswirksame Faktoren. Das einfachste und bekannteste Bewertungsmodell ist das Mitte der 60er Jahre entwickelte Capital Asset Pricing Model (CAPM), das die Renditeerwartungen für verschiedene Anlageklassen zurückführt auf ihre spezifischen Betakoeffizienten in Verknüpfung mit der erwarteten Risikoprämie für den Weltaktienmarkt. Letzterer ist im Rahmen des CAPM der einzige bewertungswirksame Faktor. Das Beta erfasst die Kovarianz der Rendite einer Anlageklasse mit der Rendite des Weltaktienmarktes und quantifiziert somit das Marktrisiko. Im CAPM gilt: Je höher das Beta gegenüber dem Gesamtmarkt, desto höher das portfoliorelevante Risiko und damit auch die Ertragserwartung der Anlage. Das CAPM fundiert das bereits erwähnte "physikalische Gesetz" der Finanzmärkte über den Marktfaktor.

Die in den 70er und 80er Jahren entwickelten, auf der Arbitrage-Pricing-Theorie (APT) basierenden Multifaktorbewertungsmodelle stellen Renditeerwartungen auf eine mehrdimensionale Risikobasis, nämlich die oben bereits diskutierten Sensitivitäten von Anlageklassen gegenüber bewertungswirksamen ökonomischen Risikofaktoren, welche analog zur Terminologie des CAPM häufig auch als Faktorbetas bezeichnet werden. Die erwarteten Bewegungen in den ökonomischen Faktoren, also die Faktorrisikoprämien, bilden dann die Grundlage für die Bildung von Ertragserwartungen auf der Stufe von Anlageklassen,

wobei das spezifische Sensitivitätsprofil dann den Einfluss der ökonomischen Faktoren erfasst. Es gibt keine theoretisch fundierte eindeutige Spezifikation solcher Multifaktorbewertungsmodelle – ein breiter wissenschaftlicher Befund deutet jedoch darauf hin, dass makroökonomische Größen wie die Zinssätze, Währungsrelationen, Rohstoffpreise etc. als bewertungswirksame Risikofaktoren betrachtet werden können. Anlagebewertungsmodelle wie das CAPM oder die Multifaktormodelle liefern Renditeprognosen mit der für Portfolioentscheidungen erfolgskritischen Eigenschaft der Querschnittskonsistenz. Dadurch, dass Prognosen auf der Stufe von einzelnen Anlageklassen aus marktweiten Renditetreibern, in der Terminologie der Anlagebewertungsmodelle also von den Risikoprämien abgeleitet werden, herrscht Vergleichbarkeit und Konsistenz in den Entscheidungsparametern über das gesamte disponierte Anlageuniversum hinweg. Anlagebewertungsmodelle bilden somit eine fundierte Grundlage zur Strukturierung von Portfolios und eine wichtige Komponente in einem auf Transparenz und Nachhaltigkeit ausgerichteten Anlageprozess.

Konditionierte Risikoprämien

Wie bereits ausgeführt besteht die Zielsetzung einer taktischen Portfoliosteuerung darin, auf Basis eines konsistenten Prognosemodells die Asset Allokation dynamisch an fundamentale Marktchancen und Risiken anzupassen. Multifaktorbewertungsmodelle bieten ein transparentes Gerüst zur Analyse der Wechselwirkungen zwischen ökonomischen Faktoren und der Performance von Märkten. Für die in der taktischen Portfoliosteuerung notwendige kurz- bis mittelfristige Renditeprognose sind diese Modelle allerdings noch nicht ›

› unmittelbar geeignet. Denn im “klassischen Design” sind Multifaktorbewertungsmodelle so spezifiziert, dass die Risikoprämien für marktrelevante Triebkräfte als zeitstabil angenommen werden und damit auf die Fundierung von sehr langfristigen Ertragserwartungen ausgerichtet sind.

Zur dynamischen Ausrichtung eines global diversifizierten Portfolios auf fundamentale Performancezyklen erschließen die in den 90er Jahren entwickelten konditionierten Multifaktorbewertungsmodelle einen geeigneten Konzeptrahmen. Diese Verfahren unterstützen die konditionierte Bewertung von Anlageklassen.

Zum besseren Verständnis des Begriffs ‚Konditionierung‘ seien im Sinne einer Analogie die um 1900 durchgeführten Experimente des Physiologen Iwan Pawlow mit Hunden in Erinnerung gerufen: So wie die Pawlowschen Hunde auf bestimmte Klingelzeichen konditioniert wurden, geht es im Rahmen der konditionierten Anlagebewertungsmodelle um eine Konditionierung von Renditeprognosen auf das jeweils messbare fundamentale Umfeld.

Konditionierte Anlagebewertungsmodelle stützen Renditeprognosen explizit auf das fundamentale Umfeld und damit implizit auf den Risikoappetit der Investoren. Wie oben bereits diskutiert, korrespondieren die Performanceunterschiede zwischen Marktsegmenten mit der allgemeinen Stimmung und den aggregierten Erwartungen. Im Hintergrund steht die Dynamik der Nachfrage nach bestimmten Risikoprofilen aufgrund der fortlaufenden Veränderung des Risikoappetits der Investoren. In einem positiven fundamentalen Umfeld, d. h. bei positiven wirtschaftlichen Aussichten und einer guten Stimmung im Markt, steigt die Nachfrage nach risikobehafteten Anlage-

2 | Marktumfeld und Risikoprämien

Das fundamentale Marktumfeld bestimmt den Risikoappetit und damit die Risikoprämien und die Kursentwicklung.

	Risikoappetit der Investoren Nachfrage nach Risiko	Risikoprämien	Kurse für risikotragende Anlagen
Positives fundamentales Umfeld „Good State”	▲	▼	▲
Negatives fundamentales Umfeld „Bad State”	▼	▲	▼

formen: man will an den erwarteten positiven Entwicklungen über den Finanzmarkt partizipieren. Die steigende Nachfrage nach Risiko treibt die Kurse von Risiko tragenden Anlagen in einem solchen Umfeld nach oben und damit die Risikoprämien nach unten. In einem negativen fundamentalen Umfeld steht die Dynamik unter dem entgegengesetzten Vorzeichen. Die Bewertung ökonomischer Risiken auf den Finanzmärkten ist zeitvariabel. Abbildung 2 fasst die Argumentation zusammen.

Konditionierte Bewertungsmodelle modellieren die Dynamik in den Risikoprämien und Renditeerwartungen an den Finanzmärkten und bieten damit eine konsistente Entscheidungsgrundlage zur Partizipation an den fundamentalen Performancezyklen über eine taktische Portfoliosteuerung.

Die GLOCAP-Technologie

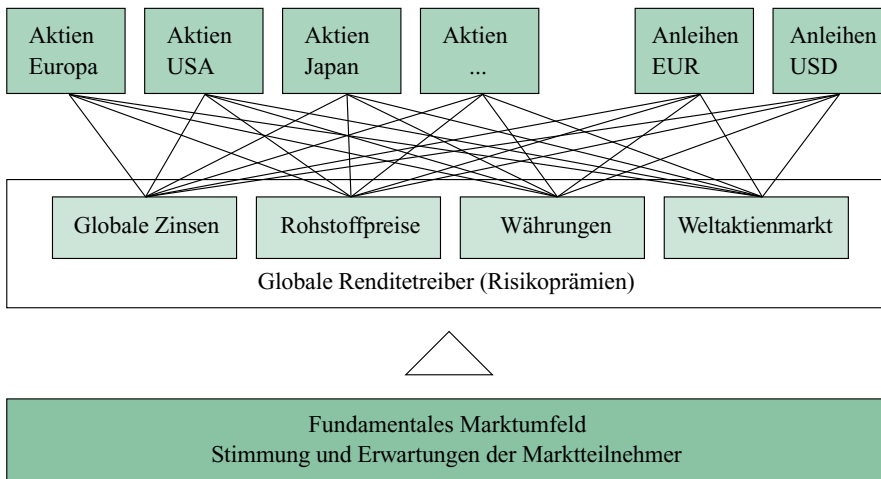
GLOCAP ist eine von Vescore entwickelte Technologie zur taktischen Steuerung global diversifizierter Portfolios. Den zentralen Kern der Technologie bildet ein Multifaktormodell zur konditionierten Anlagebewertung (Global Conditional Asset Pricing), das in einem Forschungsprojekt am Schweizerischen Institut

für Banken und Finanzen der Universität St. Gallen ökonomisch und empirisch fundiert und anschließend von Vescore zu einer auf Datenbanken gestützten Analyse- und Prognoseplattform weiterentwickelt wurde. GLOCAP liegt ein ökonometrisches Verfahren zugrunde, das die komplexen Wirkungszusammenhänge zwischen dem messbaren fundamentalen Marktumfeld, der daraus ableitbaren, im Markt allgemein vorhandenen Risikobereitschaft und den Renditechancen an internationalen Aktien- und Anleihenmärkten abbildet.

Inhaltlich lässt sich das Konzept in zwei Stufen zerlegen: Auf Stufe eins erfasst GLOCAP das fundamentale Marktumfeld über täglich beobachtbare Indikatoren für die Stimmung und Erwartungen der Marktteilnehmer. Aus diesen Fundamentalindikatoren werden Prognosen abgeleitet für den kurzfristigen Drift in den vier wichtigsten globalen Renditetreibern: Zinsen, Wechselkurse, Rohstoffpreise und Aktienbewertung. Mit anderen Worten: Es werden auf das fundamentale Marktumfeld konditionierte Risikoprämien für Zins-, Wechselkurs-, Rohstoffpreis- und Marktrisiko berechnet. Veränderungen im Marktumfeld werden von den Fundamentalindikatoren unmittelbar erfasst und

3 | Architektur des konditionierten GLOCAP-Modells

GLOCAP generiert auf das fundamentale Marktumfeld konditionierte Prognosen für vier globale Renditetreiber (Risikoprämien), die konsistent in das Universum der Aktien- und Anleihemärkte übertragen werden.

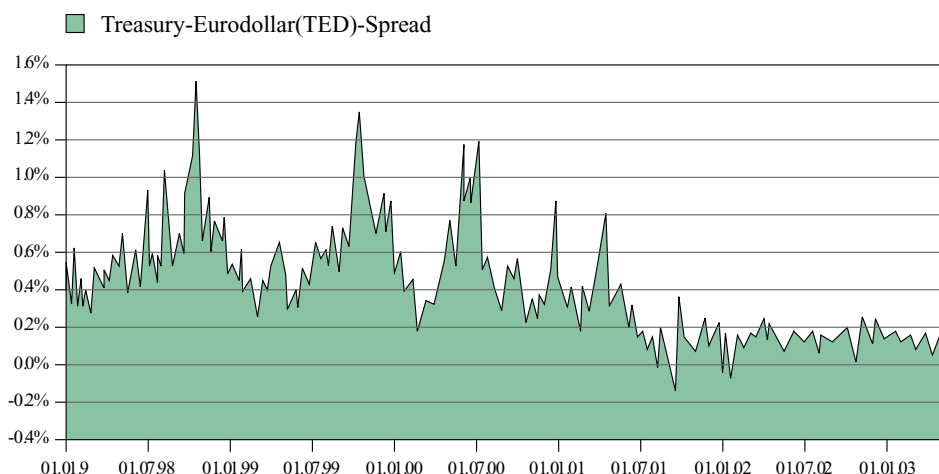


konsistent in veränderte Risikoprämien übersetzt. Dadurch werden die Prognosen für die vier Renditetreiber fortlaufend an den fundamentalen Marktzyklus angepasst. Auf Stufe zwei werden die Prognosen für die

globalen Renditetreiber auf Basis der Sensitivitäten der Anlageklassen konsistent in entsprechende Renditeprognosen für Aktien- und Anleihemärkte übersetzt. Die Parameter der Wirkungszusammenhänge auf

4 | Beispiel für einen GLOCAP-Fundamentalindikator: der TED- Spread

GLOCAP analysiert die Differenz zwischen dem Zinssatz für eine Anlage am Eurodollar-Geldmarkt über drei Monate, dem wichtigsten "Auffangbecken" für Liquidität, und dem Zinssatz einer US-Treasury-Bill mit 90 Tagen Laufzeit als Indikator für die Liquiditätspräferenz. Ein hoher TED-Spread signalisiert ein reduziertes Anlagevolumen am Eurogeldmarkt und damit eine gering ausgeprägte Liquiditätspräferenz.



beiden Stufen des Modells werden über ein integriertes ökonometrisches Schätzverfahren quantifiziert und den veränderten Marktstrukturen angepasst. Die Abbildung 3 zeigt die Architektur des Ansatzes.

Die zur Konditionierung eingesetzten Fundamentalindikatoren können als "Marktantennen" verstanden werden, über die GLOCAP für die systematischen Triebkräfte an Finanzmärkten ein hocheffizientes, fortlaufend dynamisch angepasstes Prognosebild generiert: Die allgemeinen 'Konjunkturerwartungen' werden auf Basis der globalen Zinsstrukturkurve, konkret: der Differenz zwischen langfristigen und kurzfristigen Zinssätzen erfasst, die 'Unternehmensrisikobereitschaft' über den Spread zwischen den Zinssätzen auf Unternehmensanleihen der Bonitätsklassen BAA und AAA, die 'Liquiditätspräferenz' über den Treasury-Eurodollar-(TED)-Spread und das 'Bewertungsmomentum' über die Veränderung des globalen Kurs-Gewinn-Verhältnisses. Abbildung 4 zeigt den Verlauf des TED-Spread. Die essentielle Grundlage für die Objektivität der Informationsaufbereitung besteht darin, dass GLOCAP ausschließlich "gehandelte Marktdaten" verarbeitet. Damit wird auf die effizienteste Quelle zur Abbildung von Erwartungen zugegriffen: die aggregierten Handlungen der Akteure an den weltweiten Finanzmärkten. Denn insbesondere dann, wenn eine 'Erwartung' auch in eine 'Handlung' umgesetzt wird, kann man von höchster Sorgfalt in der Erwartungsfundierung ausgehen.

Taktische Asset Allokation auf Basis der GLOCAP-Technologie

In allen Anwendungsbereichen wird die GLOCAP-Technologie eingesetzt, um diversifizierte Portfoliostrukturen auf Basis einer objektiven, >

› konsistenten und transparenten Entscheidungsgrundlage auf die fundamentalen Performancezyklen auszurichten, mit dem Ziel einer Erwirtschaftung von absolut positiven Erträgen:

■ **Second Opinion im Anlageprozess:**

GLOCAP lässt sich maßgeschneidert an ein individuelles Anlageuniversum anpassen. Sämtliche Anlageklassen, die über vorhandene Indizes bzw. Indexfamilien abgebildet werden können, lassen sich in das Prognosekonzept aufnehmen: Dies sind die meisten Aktien- und Anleihemärkte, globale und regionale Sektoren, Laufzeiten- und Bonitätsklassen sowie Anlagestile. Im Anlageprozess institutioneller Investoren unterstützt GLOCAP die Disposition über taktische Über- und Untergewichtungen von Anlageklassen im Kontext der jeweils spezifischen Portfoliostrategie. GLOCAP unterstützt die Meinungsbildung über Marktpotenziale und daraus ableitbare taktische Assetallokationen.

■ **Grundlage für Absolute-Return-Anlageprodukte:**

Die "reine" Umsetzung der GLOCAP-Renditesignale in einem Anlageprozess ohne subjektive Elemente, unter Einbezug einer quantitativen Portfoliooptimierung, beinhaltet das größte Performancepotenzial. Vor diesem Hintergrund wird GLOCAP entsprechend dem eingangs aufgezeigten "alternativen Weg" zu Absolute Returns eingesetzt als Grundlage von taktischen Anlageprodukten, die Vescore im Verbund mit strategischen Partnern anbietet. GLOCAP steuert einen auf Absolute Returns ausgerichteten Publikumsfonds, wird eingesetzt als Strategie für maßgeschnei-

5 | **Taktische vs. passive Strategien, 01.1998 - 06.2003**

Die Strategie ‚Optimale TAA‘ zeigt den theoretischen Grenzfall einer taktischen Allokation auf Basis eines perfekten Prognosemodells. ‚GLOCAP TAA‘ steht für die auf GLOCAP-Signalen basierende Allokationsstrategie. ‚50/50 Balanced‘ zeigt die Wertentwicklung eines monatlich rebalancierten Portfolios aus 50 % Stoxx 50 und 50 % EMU-Anleihen. Die beiden taktischen Strategien beinhalten 40 bp Transaktionskosten pro Umschichtung (Roundtrip).

	Optimale TAA	GLOCAP TAA	50/50 Balanced	Stoxx50	EMU Anleihen
Rendite p.a.	46,4%	14,7%	3,8%	-0,8%	6,9%
Volatilität	11,9%	11,4%	11,7%	24,7%	4,6%
Sharpe Ratio	3,60	0,97	0,02	-0,18	0,72

derte, KAG konforme Spezialfonds und bildet die Basis für ein auf die Bedürfnisse von deutschen Privatanlegern abgestimmtes Anlagekonzept als Alternative zu Hedge Fonds.

Was kann GLOCAP leisten?

Ein konditioniertes Anlagebewertungsmodell wie GLOCAP ist keine geeignete Grundlage für Trading orientierte Strategien, die darauf abzielen, kurzfristige Marktbewegungen zu nutzen. Taktische Portfoliostrukturen auf Basis von GLOCAP können über Monate hinweg stabil oder nur marginalen Veränderungen unterworfen sein und übernehmen prinzipiell den "Takt" in der Evolution der Erwartungen über das fundamentale Umfeld.

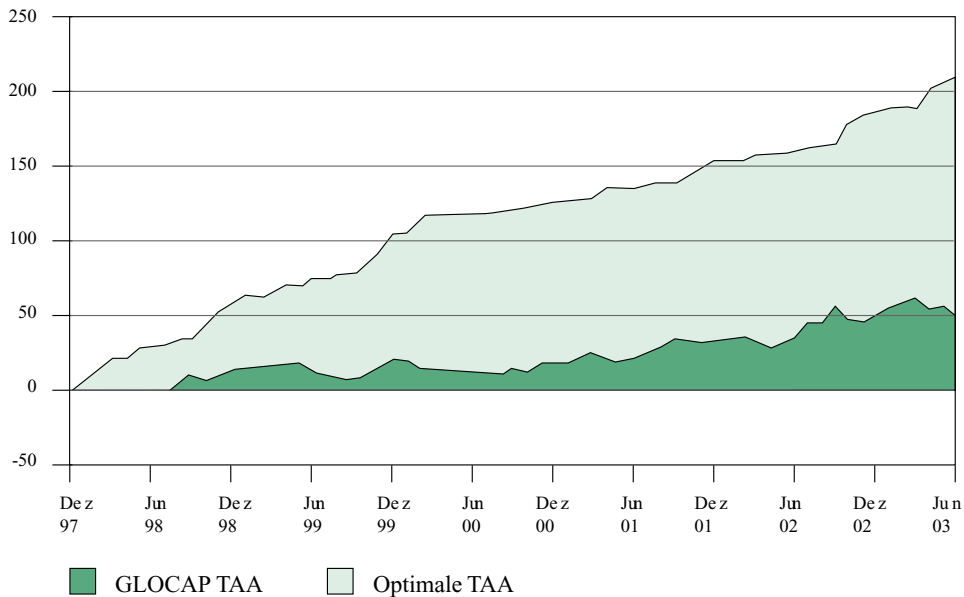
GLOCAP ist "nur" ein Modell für die dynamischen Wirkungszusammenhänge zwischen dem fundamentalen Marktumfeld, der Risikobereitschaft und der Wertentwicklung von Anlagen am Kapitalmarkt. Genau wie jedes andere Modell ist GLOCAP zwangsläufig unvollständig, d. h. es gibt fundamentale Einflüsse auf den Märkten, die vom GLOCAP-Sensorium nicht vollständig erfasst

werden. Auf Basis der Erfahrungen mit GLOCAP während der letzten fünf Jahre kann jedoch erwartet werden, dass GLOCAP nach Transaktionskosten etwa 15-25 % des oben berechneten maximalen Potenzials taktischer Portfolioerträge erschließt. Eine Indikation für das Leistungsprofil der GLOCAP-Technologie sei anhand des einführenden Beispiels gegeben: Ein "perfektes" Prognosemodell hätte im Rahmen einer dynamischen Allokation zwischen europäischen Aktien und Staatsanleihen gegenüber einer 50/50-Strategie einen taktischen Zusatzertrag von (46.4 % - 3.8 % =) 42.6 % pro Jahr generiert. Taktische Portfolioumschichtungen auf Basis monatlicher GLOCAP-Signale für die beiden Anlageklassen hätten nach Kosten von 40 bp pro Transaktion entsprechend einen Zusatzertrag von 10.9 % pro Jahr relativ zur 50/50-Strategie erzielt. Die Rendite-Risiko-Profile der verschiedenen taktischen und passiven Strategien sind in der Abbildung 5 zusammengefasst.

Ohne Einbezug von Zinseszinswirkungen realisierte GLOCAP über den Zeitraum von Januar 1998 bis Juni 2003 damit ca. 25 % des theoretisch

6 | Zusatzertrag (Nutzen) der taktischen Portfoliosteuerung

Kumulierter Zusatzertrag der GLOCAP-Strategie sowie für den theoretischen Grenzfall einer optimalen taktischen Strategie relativ zum gemischten 50/50-Portfolio. Zinseszinsseffekte sind nicht eingerechnet.



Dr. Peter Oertmann
Mitgründer und CEO
Vescore Solutions AG
St. Gallen, München

maximalen Potenzials für taktische Zusatzerträge. Die Entwicklung des kumulierten Zusatzertrages der GLOCAP-Strategie sowie diejenige für den theoretischen Grenzfall einer optimalen taktischen Strategie relativ zum gemischten 50/50-Portfolio ist in der Abbildung 6 dargestellt.

Taktische Assetallokation im institutionellen Portfolio

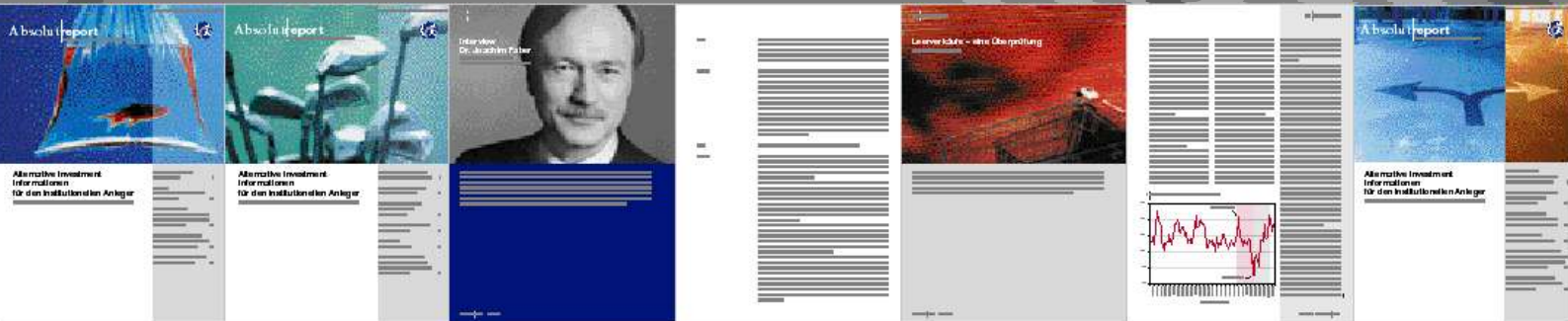
Eine Dynamisierung der Assetallokation durch taktische Bewirtschaftung auf der Stufe von traditionellen Anlageklassen beinhaltet ein Potenzial zur Verbesserung des Ertragsprofils eines diversifizierten Portfolios. Konditionierte Anlagebewertungsmodelle bieten eine fundierte Grundlage für die Erschließung der Ertragschancen in den fundamentalen Zyklen an Finanzmärkten und damit für den Aufbau eines taktischen Anlageprozesses.

Die wichtigste taktische "Stellschraube" zur Ertragsstabilisierung

und Ausrichtung der Assetallokation auf Absolute Returns ist die Aktien-Anleihen-Quote. Ein auf die fundierte und disziplinierte Steuerung dieser Quote innerhalb taktischer Bandbreiten ausgelegter Anlageprozess erschließt somit bereits einen Großteil der möglichen Zusatzerträge und bietet daher einen guten Einstieg für den Aufbau eines taktischen Portfoliooverlay.

Taktisches Assetmanagement ist eine Alternative zur Integration von gering korrelierten Anlageklassen, also den klassischen alternativen Anlagen, wenn es darum geht, Portfolioerträge auf kurze bis mittlere Anlagehorizonte zu stabilisieren. Derzeit evaluieren etliche institutionelle Anleger Möglichkeiten und Konzepte, um ein "taktisches Element" in ihre Portfolios zu integrieren. Vor diesem Hintergrund könnten sich explizit auf taktische Ertragspotenziale ausgerichtete Anlagekonzepte zu einer neuen Anlageklasse entwickeln.

private equity hedge funds performanceprodukte absolute return new hedge funds recht/steuerstrategien research managed futures private equity



Der Absolutreport – die erste Publikation für Alternative Investments in Deutschland.

+++ Jetzt mit Absolut-quarterly, der Übersicht für institutionelle Hedge Fonds-Produkte. +++

+++ Download hier +++

Der Absolutreport versteht sich als zentrale Quelle für neutrale und qualitativ hochwertige Informationen zum Thema Alternative Investments in Deutschland. Er bietet in verschiedensten Artikeln Hintergrundinformationen über die Bereiche Hedge Funds, Private Equity, Credits und Absolute Return-Produkte. Geschrieben von Experten für Experten. Alternative Investments sind in der Lage, ein traditionelles Aktien-/Anleihen-Portfolio stärker zu diver-

sifizieren und den Ertrag zu optimieren. Weltweit setzen daher immer mehr institutionelle Investoren auf alternative Anlageformen. **Fordern Sie unsere Informationen und ein Probeexemplar an!**

Absolutreport[®]
Alternative Investments Information

