



Alternative Investments für den institutionellen Anleger

Hedgefonds - Private Equity - Absolute Return

Alpha Overlay mit Hedgefonds	14
Hedgefonds in Mischportfolios – Chancen und Risiken.....	26
Sekundärmarkt für Private Equity – Funktionsweise und Investment-Chancen	36
Hedgefonds-Industrie in Asien.....	44
Commodity-Investments für VAG-Anleger – eine aufsichtsrechtliche und steuerrechtliche Betrachtung	48

© Copyright 2006, Absolut Research GmbH.
Alle Rechte vorbehalten.

Die Vervielfältigung, Veränderung und/oder Verbreitung von Inhalten
des Absolut Report und des Absolut Report-Quarterly ist nur mit
schriftlicher Genehmigung der Absolut Research GmbH gestattet.

■ **Institutionelle Investoren haben den Auftrag, für ihre Vermögensträger an den Kapitalmärkten eine bestimmte Rendite zu erwirtschaften – dies unter Berücksichtigung eines vorgegebenen Risikobudgets.** Sofern die geforderte Rendite über dem risikofreien Zinssatz liegt, sind sie gezwungen, systematische Risiken einzugehen. Denn ausschließlich für die Übernahme solcher Risiken lassen sich Risikoprämien erwarten.

Die moderne Portfoliotheorie zeigt einen fundierten und praktischen Weg auf, um eine Kapitalanlage effizient mit Risikoprämien anzureichern: durch die Aufteilung des risikobehafteten Teils eines Vermögens auf Long-Positionen in einzelnen Anlagen nach dem „Bauplan“ von Marktindizes. Vor diesem Hintergrund erfreuen sich indexbasierte Produkte zur Vermögensallokation in Aktien und Anleihen unter institutionellen Investoren zu Recht großer Beliebtheit. Dieses Vorgehen ist auf das Anlagethema ‚Rohstoffe‘ nicht übertragbar!

Rohstoffindex-Produkten unterliegen Anlagepositionen in Futures-Kontrakten auf die im jeweiligen Index enthaltenen Rohstoffe – vorstellbar als ein Portfolio aus Finanzderivaten.

Da Futures ein Fälligkeitsdatum haben, müssen die Positionen regelmäßig gerollt werden: Dabei werden die Futures vor Fälligkeit verkauft, um gleichzeitig neue Futures mit weiter in der Zukunft liegender Fälligkeit zu kaufen.

Das Entscheidende ist nun, dass sich über den Kauf und das fortlaufende Rollen von Rohstoff-Futures – so wie im Rahmen von Indexprodukten vollzogen – keine systematische Risikoprämie erwirtschaften lässt.

Denn Rohstoff-Futures sind Preisabsicherungsinstrumente für die Produzenten und Verbraucher von Rohstoffen. Neben der erwarteten Preisentwicklung für einen Rohstoff bestimm-

men insbesondere die Preisabsicherungsbedürfnisse der Produzenten und Verbraucher des Rohstoffes, wie sich der Spotpreis und die Futurespreise für die verschiedenen Fälligkeiten zueinander verhalten.

Liegen die Futurespreise eines Rohstoffes unter dem Spotpreis, so spricht man von ‚Backwardation‘ in der Fristenstruktur. In einem solchen Szenario überwiegen typischerweise die Preisabsicherungsbedürfnisse auf der Seite der Rohstoffproduzenten: Sie verkaufen den Rohstoff auf Termin und sichern damit ihre betriebswirtschaftliche Ziele. Auf der Gegenseite stehen Spekulanten, die durch Kauf des Rohstoffes auf Termin den Produzenten ihre Preisrisiken abnehmen. Sind die Futurespreise hingegen höher als der Spotpreis, so befindet sich die Fristenstruktur in ‚Contango‘. Dann überwiegen in der Regel die Preisabsicherungsbedürfnisse auf der Seite der Rohstoffverbraucher. Der Transfer der Preisrisiken von Rohstoffproduzenten und -verbrauchern funktioniert allerdings nur dann, wenn die Spekulanten auf der Gegenseite für ihre Transaktionen eine Risikoprämie erwarten können. Bei Backwardation in der Fristenstruktur ist die Risikoprämie üblicherweise mit einer Long-Position im Rohstoff-Futures verknüpft, bei Contango entsprechend mit einer Short-Position.

Ein Portfolio, bestehend aus gerollten Long-Positionen in Rohstoff-Futures nach dem Muster eines Rohstoffindex, verdient positive Risikoprämien also nur auf den Rohstoffen, deren Futurespreise eine Backwardation aufweisen. Für Rohstoffe in Contango führen Long-Positionen in Futures systematisch zu Verlusten: Als Futures-Käufer positioniert man sich dann prinzipiell genau wie ein Rohstoffverbraucher, der seine Preisrisiken absichert – und es leuchtet ein, dass man dafür nicht etwa Risikoprämie be-



Dr. Peter Oertmann

CEO der Vescore Solutions AG
und Mitgründer der
CYD Research GmbH
München / St. Gallen

kommt, sondern eine solche zahlt! Derzeit stehen die Futures-Kurven für viele Rohstoffe in Contango. Dies beschert Investoren, die sich an Rohstoffindizes orientieren, systematisch Verluste beim Rollen der Futures. Nur wer auf extreme Rohstoffpreissteigerungen setzt – Preissteigerungen, die die negativen Rollrenditen im Contango überkompensieren – dürfte sich mit Long-Positionen in Rohstoff-Futures noch wohl fühlen.

Anders als bei Aktien und Anleihen bieten Long-Positionen in Rohstoff-Futures keinen „natürlichen“ Weg zur Erwirtschaftung von Risikoprämien. Um systematisch von den im Markt für Rohstoff-Futures gehandelten Risikoprämien zu profitieren, sind aktive Strategien erforderlich: Ein Engagement in Rohstoff-Futures sollte stets auf die Form der Fristenstruktur konditioniert und im Zeitablauf dynamisch bewirtschaftet werden. Institutionelle Investoren, die sich über Rohstoffanlagen zusätzliche Risikoprämien erschließen wollen, finden in konventionellen Rohstoffindex-Produkten keine geeignete Grundlage.