



Neue Perspektiven im Asset-Management für den institutionellen Anleger

Langfristige Asset Allocation und kurzfristige Steuerung von institutionellen Multi-Asset-Portfolios	16
Sekundärtransaktionen bei Private-Equity- Fondsbeteiligungen	28
Systematisches Overlay-Management für passive Investments und ETF-Portfolios am Beispiel eines Aktienportfolios	38
Agrarinvestments für das institutionelle Portfolio	48
EU-Richtlinienentwurf für Alternative-Investment- Fondsmanager	54
Kommentare – Dr. Peter Oertmann und Frank Böhmer	12
Update Credit – Kreditmarktkrise: Liegt das Schlimmste hinter uns?	60



Dr. Peter Oertmann

CEO
Vescore Solutions AG
St. Gallen, München

Die Grundlage von Anlageentscheidungen sind Erwartungen über die Zukunft. Die globale Finanz- und Wirtschaftskrise hat Anleger in eine komplexe Entscheidungssituation geführt. Denn in Anbetracht des tiefgreifenden Strukturwandels der letzten zwei Jahre fällt die Erwartungsbildung aktuell besonders schwer: Wie wird die Weltwirtschaftsordnung zukünftig aussehen? Welche Geschäftsmodelle werden den laufenden globalen Entschuldungsprozess (Deleveraging) überleben? Wann wird die für die Kreditversorgung der Wirtschaft so wichtige Geldmultiplikation wieder funktionieren? Wie werden die Staaten irgendwann mit den riesigen Schuldenbergen umgehen, die derzeit aufgehäuft werden? – Nie zuvor herrschte größere Unsicherheit hinsichtlich zukünftiger Rahmenbedingungen für wirtschaftliches Wachstum und Wohlstand.

Gleichzeitig sind die seit Mitte 2007 erlittenen Vermögensverluste vielerorts signifikant, Risikobudgets teilweise verbraucht. Die Wucht der Marktbewegungen hat so manchen Anleger in Schockstarre versetzt. Hinzu kamen neuartige Friktionen in Marktsegmenten, die vielfach als „sichere Häfen“ genutzt wurden.

Die Preisbildung von Finanzanlagen wurde im Spannungsfeld zwischen Vertrauensschwund und Illiquidität

Kommentar

Beta effektiver nutzen

phasenweise praktisch außer Betrieb gesetzt. Völlig neue Erfahrungen – Erfahrungen, die das zukünftige Anlageverhalten beeinflussen, erwartete Renditen verändern und die Kreativität der Regulatoren beflügeln werden. Im Ergebnis agieren Kapitalanleger fortan in veränderten individuellen Handlungsräumen und unter größtenteils noch unbekanntem Spielregeln eines neuen Regimes am Markt.

Die Lage ist komplex. In solchen Situationen ist es hilfreich, das Denken mit den ganz einfachen „Formeln“ zu beginnen: Jede Rendite entsteht aus drei Grundbausteinen. Für die Investition seines Kapitals und damit den Verzicht auf Konsum erhält der Anleger erstens einen risikolosen Zins. Die Übernahme systematischer Kapitalmarktrisiken mittels eines diversifizierten Portfolios risikobehafteter Anlagen wird zweitens entschädigt durch eine Risikoprämie, deren Höhe von der Menge getragenen Risikos, d. h. vom Beta des Portfolios abhängig ist. Werden unter Verzicht auf Diversifikation auch unsystematische Risiken eingegangen, z. B. durch Investition in einzelne risikobehaftete Titel, so kann ein Anleger daraus einen dritten Renditebeitrag gewinnen, welcher als Alpha bezeichnet wird.

Während der letzten Jahre galt die Kreation von Alpha als die glamouröse Königsdisziplin der Kapitalanlage. Mit dem Ausbruch der Krise allerdings hat sich herausgestellt, wie fragil die Prozesse zur Kreation von Alpha tatsächlich sind. Die nächsten

Jahre werden zeigen, inwieweit die drastische Verknappung von Leverage eine Produktion von Alpha in immer effizienteren Märkten überhaupt noch zulassen wird.

Somit verbleiben die systematischen Beta-Risikoprämien als einzige ex-ante identifizierbare Quelle für Renditen über dem risikolosen Zins. Denn durch die Übernahme von Kapitalmarktrisiken bietet der Investor am Markt quasi eine „ökonomische Dienstleistung“ an, die naturgemäß mit einer positiven Prämie entschädigt wird. Trotz extremer Unsicherheiten über die zukünftige Weltordnung und den Regimewechsel am Kapitalmarkt ist der Trade-off zwischen systematischem Risiko und Rendite nicht wegzudenken.

Damit bleibt auch in heutigen Zeiten die globale Asset Allocation – die Ausrichtung der Portfoliostruktur auf systematische Risikoprämien – der wichtigste Werttreiber der Kapitalanlage. Es lohnt sich, auf der Stufe von Anlageklassen an der Portfolioeffizienz zu arbeiten.

Die traditionellen Anlagesegmente der Aktien- und Anleihemärkte, aber auch alternative Bereiche wie z. B. die Rohstoff-Futures-Märkte bieten ein interessantes „Spielfeld“ zur Optimierung des strategischen Beta-Profils. Zusätzlicher Mehrwert entsteht durch ein taktisches Overlay, das die Asset Allocation optimal auf die dynamische Entwicklung der Chancen und Risiken im Marktumfeld konditioniert – bei knappen Risikobudgets wird das Overlay sogar zur Pflicht.