

# Risikoprämien als Erfolgsschlüssel

**Das wissenschaftsaffine Haus Vescore** nutzt die Dynamik globaler Risikoprämien, um in Fonds oder als Overlay Manager Mehrwert für institutionelle Investoren zu generieren. Ein Blick hinter die Kulissen des Ansatzes, der in Zeiten erodierender Alphas als Betasteuerer chancenreich ist.

Die Boutique mit Sitz in München und Wurzeln in der Schweiz verwaltet aktuell bereits 3,1 Milliarden Euro und zählt damit zu den Größeren unter den Kleinen. Vescore besticht durch seine konsequente Ausrichtung auf quantitative und transparente Anlagestrategien, die auf den neuesten Erkenntnissen der weltweiten Finanzmarktforschung basieren.

## Drei Standbeine

Die Werttreiber an den Kapitalmärkten zu identifizieren, die dann die entsprechenden Signale für eine aktive Positionierung

liefern, hat man sich zum Ziel gesetzt, und man arbeitet konsequent an der Verbesserung der Modelle. Die Umsetzung der so generierten Signale kann dann in Publikumsfonds, Spezialfonds oder als GTAA (Global Tactical Asset Allocation)-Overlay sowie in Absolute-Return-Strategien erfolgen. Davon abgesehen hat die Boutique Vescore, die als Aktiengesellschaft im Januar 1998 im Umfeld der Universität St. Gallen (HSG) gegründet wurde, noch zwei andere Standbeine entwickelt, wo man ebenso innovativ zu Werke geht.

Seinen sichtbaren Ausdruck findet das eine der beiden zusätzlichen Geschäftsfelder in der LPX GmbH, Basel, einer auf notierte Beteili-

gungsgesellschaften (Listed Private Equity) spezialisierten Researchfirma und weltweit erster Anbieter von liquiden Private Equity Indizes. An dieser hält Vescore Solutions AG, Sankt Gallen, eine 25-prozentige Beteiligung. Durch Einsatz der LPX®-Indexfamilie ist es möglich, Transparenz und Vergleichbarkeit in der von Natur aus eher unübersichtlichen Anlageklasse Private

Equity herzustellen. Die LPX Indizes werden vor allem von institutionellen Anlegern als Basis für Anlageprodukte in Fragen der Asset Allocation und als weithin respektierte Benchmark eingesetzt. Zwischenzeitlich wurde auch der NMX® (Natural Monopoly Index) lanciert, ein Index für die Anlageklasse Infrastruktur.

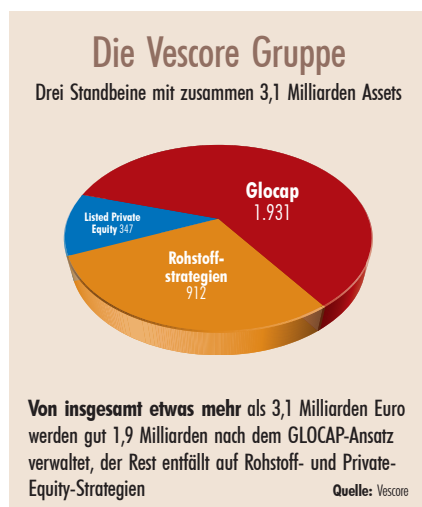


»Die Nutzung systematischer Risikoprämien und eine taktische Dynamisierung der Asset Allocation sind wichtige Erfolgsgrundlagen.«

Dr. Peter Oertmann, Gründer und CEO der Vescore Solutions AG

Dazu kommt dann die Mehrheitsbeteili-

mentstrategien sowie in der Risikomanagementberatung von Unternehmen, die als Anbieter oder Verbraucher von Rohstoffen ihr Verhalten optimieren wollen. Auch in dieser Nische ist die Nähe zur Wissenschaft ein wichtiges Kriterium des Erfolgs. Die Kundenzusammensetzung verdeutlicht die *Grafik „Versicherungen und Pensionskassen dominieren“*.



Dies alles ist in ein Gesamtkonzept eingebettet, wie Gründer und CEO Dr. Peter Oertmann zu verstehen gibt: „Wir sind davon überzeugt, dass sich die Prozesse zur Kapitalanlage auf den globalisierten Märkten durch den Einsatz von wissenschaftlichen Methoden verbessern lassen.“ Fundierte Kapitalmarktmodelle sol-

len in die Prozesse der Anlageentscheidungen einbezogen werden. Neben Oertmann ist Professor Dr. Heinz Zimmermann Gründer des Unternehmens, denn die Vernetzung mit der Forschung ist ein wesentlicher Faktor.

Mit der Universität Basel, der heutigen Wirkungsstätte von Professor Zimmermann, wurde das Vescore-Fellowship-Programm für Grundlagenforschung ins Leben gerufen. Vescore versteht sich als aktiver quantitativer Manager, der durch seinen originären disziplinierten und systematischen Ansatz

Mehrwert für seine Investoren erzielen möchte. Die Verwertung neuester Erkenntnisse der Finanzmarktforschung ist ein integraler Bestandteil des Handelns. Transparenz hält man hoch, um Vertrauen zu entwickeln, die Ertragsvorstellung des Kunden, gepaart mit dessen individueller Risikotragfähigkeit, lässt – bis auf die Publikumsfonds – nur maßgeschneiderte Produktlösungen zu.

## Globale Taktische Asset Allocation im Zentrum

Globale Taktische Asset Allocation beinhaltet die Steuerung der Aktien-Anleihen-Quote, aber auch der Fremdwährungsallokation sowie im Aktienbereich die Regionen- und Länder-, aber auch Sektor- und Stilallokation. Im Rentenbereich kommen Entscheidungen über Laufzeitenstruktur und die Allokation im Hinblick auf Kreditrisiken hinzu. „Mit GTAA können wir nachweislich einen signifikanten Performancebeitrag im Anlageprozess erwirtschaften, sodass sich damit die Returnchancen erhöhen, während gleichzeitig die Volatilität verringert wird“, ist Florian Schepp, Geschäftsführer Vescore Deutschland GmbH mit Zuständigkeit für Marketing und Vertrieb,



Die Münchner Vermögensverwaltung Vescore hat es sich zum Ziel gesetzt, Werttreiber an den Kapitalmärkten zu identifizieren, die dann die entsprechenden Signale für eine aktive Positionierung liefern.

überzeugt. Wenn sich die zu erwartenden Risikoprämien als hoch herausstellen, kann ein gutes GTAA-Modell die Marktexposition erhöhen, sie andererseits erfolgreich verringern, wenn in ihrer Höhe unterdurchschnittliche Risikoprämien erwartet werden (dynamische Beta-Steuerung).

GTAA ist also nur so gut, wie es gelingt, die Entwicklung der künftigen Risikoprämien mit einer hohen Trefferquote vorherzusagen und damit Signale für taktische Maßnahmen zu generieren. So ein modernes konditioniertes Bewertungsmodell für Investments hat Vescore, aufbauend auf den Arbeiten von Dr. Peter Oertmann am Schweizerischen Institut für Banken und Finanzen der HSG, weiterentwickelt und mit GLOCAP (Global Conditional Asset Pricing) ein Verfahren zur Prognostizierung der Kapitalmarktbebewegungen geschaffen, das seit nunmehr zehn Jahren im Einsatz ist.

## Individuelle Umsetzung

Die Umsetzung des GLOCAP-Modells erfolgt nach den Vorgaben des institutionellen Kunden individuell unter Berücksichtigung von Ertrags- und Risiko-Zielen, Zeithorizonten und etwaiger aufsichtsrecht-

licher Rahmenbedingungen in Spezialfonds, Overlay-Mandaten, aber auch in Absolute-Return-Produkten.

## Risikoprämienmodellierung

Die Güte eines Prognoseverfahrens steht und fällt mit der Treffsicherheit der Schätzung der Risikoprämien der einzelnen Assetklassen. Schließlich bilden nämlich die Risikoprämien an den internationalen Kapitalmärkten den nachhaltigsten aller möglichen Renditetreiber für einen Investor, der erfolgreich Nutzen aus der Risikotransformation an Kapitalmärkten ziehen will. Nun sind aber diese Risikoprämien an den Märkten zeitvariabel und schwanken mit der Risikobereitschaft der Investoren ganz beträchtlich. GLOCAP ist angetreten, um die dynamische Veränderung von Risikoprämien systematisch möglichst treffsicher zu erkennen und in Entscheidungen zur taktischen Allokation umzumünzen.

## Abgeleitete Risikoprämien

Dabei wird aus dem Kapitalmarkt heraus die aktuelle Stimmungslage extrahiert, die eine der wichtigsten Determinanten für das Renditepotenzial der einzelnen Assetklassen

ist. Dies geschieht über an den Märkten gehandelte Faktoren. Mit diesem Ansatz unterscheidet sich Vescore beträchtlich von großen Konkurrenten wie Goldman Sachs, wo nicht objektive, aus den Märkten abgeleitete Kriterien in die Optimierung einfließen, sondern subjektive Prognosen Basis des GTAA-Modells sind.

### Dreistufiger Prozess

Am Anfang steht beim GLOCAP-Modell die Messung des fundamentalen wirtschaftlichen Umfeldes: Hier fließen etwa Liquiditätspräferenzen (repräsentiert durch den TED-Spread), die Steilheit der Zinskurve, Konjunkturerwartungen, Momentumfaktoren und die Risikotoleranz ein. In Schritt zwei werden dann aus diesen Faktoren mittels einer multivariaten Regressionsanalyse die Prognosen für weltweite Zinsen, Währungen, Rohstoffpreise und den globalen Aktienmarkt abgeleitet. Aus diesen zeitvariablen Risikoprämien wiederum, die als Value Driver für alle Vermögenswerte zu sehen sind, werden in einem dritten Schritt die Prognosen für die einzelnen Assetklassen mithilfe einer Risikomatrix abgeleitet.

### Überzeugende Ergebnisse

GLOCAP entwickelt so systematisch Drift-Prognosen und Renditeerwartungen für einen Horizont von einem Monat, die dann in Anlageentscheidungen umgesetzt werden. Der langfristige Leistungsnachweis gelingt, da im Schnitt jährlich ein Mehrwert für den Kunden von 2,9 Prozent nach Kosten erzielt werden kann (siehe Grafik: *Vescores Leistungsbilanz*). Dabei setzt sich der längste verfügbare Track Record aus Overlay-Mandaten als Advisor und ab 2003 aus Spezialfondsmandaten zusammen, die sich an einer gemischten Benchmark mit 70 Prozent Euro-Renten und 30 Prozent EuroStoxx 50 orientieren.

Hatte Vescore vor dem Beginn der

Kreditkrise erst zirka 1,6 Milliarden Assets und Management, so sind es mittlerweile 3,1 Milliarden geworden. Die Steigerung ist auch durch die Professionalisierung im Vertrieb möglich geworden, denn vor 2004 hatte man überhaupt keinen eigenen Vertrieb. Danach war nur eine Person ausschließlich im Vertrieb tätig, die begann, Vescores Anlagelösungen bei Institutionellen vorzustellen. Nach einer Beobachtungsphase haben dann Institutionelle mit Investments begonnen. Zusätzlich zu klassischen Balanced- oder Overlay-Mandaten wurde ab 2007 ein Konzept entwickelt, mit dem man GLO-



» Durch die Fokussierung auf ökonomische Wirkungszusammenhänge funktionieren unsere Modelle auch in Krisenzeiten.«

Florian Schepp, Geschäftsführer der Vescore Deutschland GmbH

CAP auch für wertgesicherte Mandate bzw. Risiko-Overlays verwenden konnte. Dies stellt eine deutliche Verbesserung von CPPI-Ansätzen dar. Gerade dieser Ansatz hat eine hohe Nachfrage erfahren.

Was die Berechnung der Asstes unter Management betrifft, so zählt Vescore nur die tatsächlich bewirtschaftete Bandbreite, die mithilfe von GLOCAP gesteuert wird. Diese Bandbreiten sind in Masterfonds in der Regel größer, da hier alle Assets eines Kunden geparkt sind. „Wenn wir stattdessen das betreute Vermögen angäben, wür-

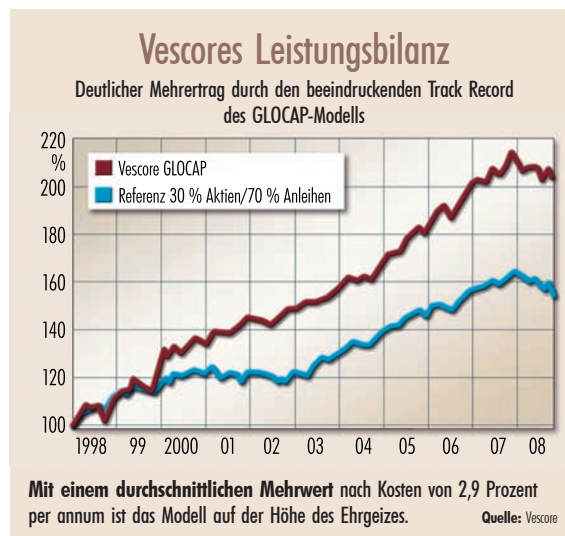
den einige Overlay-Mandate die Milliarden-grenze überschreiten“, merkt Schepp an.

Wachstumsoptionen im klassischen GLOCAP-Bereich wurden durch die Gründung der Gesellschaften LPX GmbH (2004) und CYD Research (2005) aufgeschoben. Deren Marktstart hatte Dynamik im Markt für GLOCAP gekostet, ab 2007 wurde hier aber wieder Gas gegeben.

„Die ‚alternativen Betas‘ LPX und CYD hatten neben der wissenschaftlichen Positionierung, die im Markt Akzeptanz schafft, ab 2007 bereits einen ersten Track Record und sind ab dann stark nachgefragt wor-

den“, freut sich die Geschäftsführung.

Tatsächlich waren immer „High Alpha“-Produkte eine Alternative zu einem Mehrwert aus der Beta-Steuerung, so lange man davon ausgehen konnte, dass Value eine Prämie verdient oder Rohstoffaktien die Top-Performer bleiben. Dieses Bild hat sich mit den Marktereignissen jedoch verändert, und die wie Schnee in der Maiensonne schmelzenden Alphas haben Ansätze wie GLOCAP in den Fokus Institutioneller rücken lassen. Dominant unter den Kunden sind Versicherungen und andere Versorgungseinrichtungen, die zusammen fast zwei Drittel der Assets stellen (siehe Grafik: *„Die Vescore Gruppe“*, S. 44). Zu erwähnen ist in diesem Zusammenhang auch die langjährige Zusammenarbeit mit der Zürcher Kantonalbank, mit der ein GLOCAP-basiertes GTAA-Overlayprodukt für Schweizer institutionelle Kunden sowie ein quantitatives Anlageprodukt für Privatkunden angeboten wird. Je nach vorhandenem Risikobudget des Kunden ist ein Mehrertrag von ein bis zwei Prozent realistisch. Ein Overlay mit einem solchen Mehrertrag ist heute sicher-



lich sehr gefragt. Personell hat sich die Quant-Boutique, die derzeit 25 Mitarbeiter zählt, weiter verstärkt. Zuletzt machte man Anfang Oktober 2008 durch den Eintritt von Markus Becker als Leiter für Bankenbetreuung, der zuvor Treasurer der Berliner Volksbank war, von sich reden, der als einer der ersten Kunden in Deutschland Vescore als Asset Manager mit einem Mandat beehrte. Schepp ist jedenfalls sehr optimistisch, was die weitere Entwicklung der verwalteten Assets anbelangt. „Viele Alpha-Konzepte erwiesen sich als nicht krisenresistent, weswegen wir hier ein enormes Potenzial für unseren Ansatz sehen.“

### Alter Schaukasten weicht

Waren es bisher H&A-Fonds gewesen, mit denen Vescore seinen Ansatz in Form von Publikumsprodukten anbot, so ist man ab November 2008 mit dem GLOCAP Vega am Start, der die neue Schaukastenfunktion für das breitere Publikum übernehmen soll.

Warum die H&A-Fonds seit deren Auflage nie richtig beim Publikum ankamen, ist leicht erklärt, denn sie wurden nie richtig vertrieben. Institutionelle fragten eben Spezialfonds oder Overlay-Mandate nach. „Im Hintergrund steht die Tatsache, dass jeder Institutionelle neben eigenen Risikozielen auch eine eigene Asset Allocation hat, die er umsetzt. Hier sind oftmals auch Stilrenditen (Value, Small/Mid Cap Bias, Emerging Markets, Rohstoffaktien) mit eingeschlossen. Die H&A-GLOCAP-Fonds haben solche Stilrenditen aber nicht integriert und eignen sich daher auch weniger“, weiß Schepp.

Die Gelder in den H&A-Fonds waren im Wesentlichen taktische Bausteine zweier Multi-Family-Offices. Diese sind 2008 wegen der drohenden Abgeltungsteuer dazu übergegangen, Strategiefonds aufzulegen. In diesen Strategiefonds verwaltet Vescore nun mit Erfolg Overlay-Mandate, die vergleichbar mit klassischen institutionellen Overlays sind. Im Gegenzug wurden die Assets aus den Fonds abgezogen.

### Neu: GLOCAP Vega

Der Fonds setzt auf Basis der GLOCAP-Signale eine optimierte direktionale Optionsschreiber-(Stillhalter-)Strategie um. In der Kassa wird das gesamte Vermögen in Staatsanleihen mit Laufzeiten von bis zu zwei Jahren investiert, Credit Risk wird bewusst keines genommen. Über ein Derivate-Overlay wird nun ein auf die Extraktion von Optionszeitwerten optimiertes Portfolio verwaltet. Bei positivem GLOCAP-Marktausblick werden at the money (ATM) Put-Optionen, bei negativer GLOCAP-Prognose werden ATM-Call-Optionen geschrieben. Bei einem richtungslosen Szenario erfolgt der Verkauf von ATM-Straddles. Der Einsatz der Straddles soll eine Verstetigung des Ertragsverlaufs ermöglichen. Im Backtesting wurden allerdings nur die beiden Allokationen Verkauf ATM-Puts und Verkauf ATM-Calls auf Aktienindizes verwendet (siehe Grafik: „Entwicklung des GLOCAP-Vega-Ansatzes“).

Dabei werden überwiegend kurz laufende Optionen eingesetzt, die eine Laufzeit von ein bis drei Monaten aufweisen. Der Verfall des Zeitwerts generiert hier Erträge (Theta). Situativ wird in Marktphasen mit niedriger impliziter Volatilität über den Kauf von längerfristigen Optionen die „Short“-Volatilitätsposition gehedgt. Das Optionenportfolio wird monatlich gerollt, eine Beimischung von Renten futures erfolgt auf opportunistischer Basis.

Vescore hat auch überlegt, neben der Vega-

Strategie eine klassischere Umsetzungsvariante anzubieten, denn auch Consultants fragen diese nach. Schließlich hat man davon jedoch Abstand genommen, weil ein solches Balanced-Produkt kaum auf institutionelle Nachfrage stößt. Hier wird mehr in Segmenten – also reinen Assetklassen wie Renten, Aktien, Rohstoffen und deren sequenzieller Bestückung mit Mandaten – gedacht. Zudem sieht laut Schepp dieses Balanced-Allokationsprodukt ohne Aufnahme von Stilrenditen recht langweilig aus.

### Drei verschiedene Risikoprofile

Da man über kein richtiges „Apptizer“-Produkt verfügt, informiert man Interessenten über anonymisierte Factsheets realer Mandate. GLOCAP Vega wird in drei Ausprägungen die Schaufensterfunktion erfüllen, da die Varianten unterschiedlich offensiv beziehungsweise defensiv ausgerichtet sind. Testinvestments in diese Vega-Produkte sind dann ohne Weiteres möglich. GLOCAP Vega stellt eine aktiennahe Umsetzung ohne Wertuntergrenze dar, während „Vega Protect“ ebenfalls aktiennah, aber mit einem Risikobudget von 7,5 Prozent auf Kalenderjahressicht ausgestattet ist. „Vega defensive“ entspricht vom Risikoprofil her einem Balanced-Mandat, aber ohne explizite Wertuntergrenze.

Vertriebsziele lassen sich im aktuellen Marktumfeld naturgemäß schwer quantifizieren, denn es hängt davon ab, wie viel Risikobudget kundenseitig zur Jahreswende noch vorhanden ist. Schepp geht davon aus, dass Vescore eine Mandatspipeline für 2009 von 500 Millionen Euro besitzt, das tatsächliche Ergebnis könne aber deutlich davon abweichen. Jedenfalls ist man optimistisch, dass die Produkte des Hauses den Trend (weg von Alpha, hin zu Diversifikation und Risikoprämien) treffen. Ein weiteres Vorhaben ist der Start einer neuen Produktlinie, die eine quantitative Durationssteuerung beinhaltet. Dabei nutzt Vescore ein seit 1999 entwickeltes Modell, das man seinerzeit für drei Großbanken schuf und das man nun an den Markt bringen möchte. 