

LB(Swiss)
Zürcher Finanzmarktforum
22. Oktober 2004

***Institutionelle Investoren zwischen
Renditeanforderung und Risikotragfähigkeit***

Dr. Andreas Reichlin
Partner

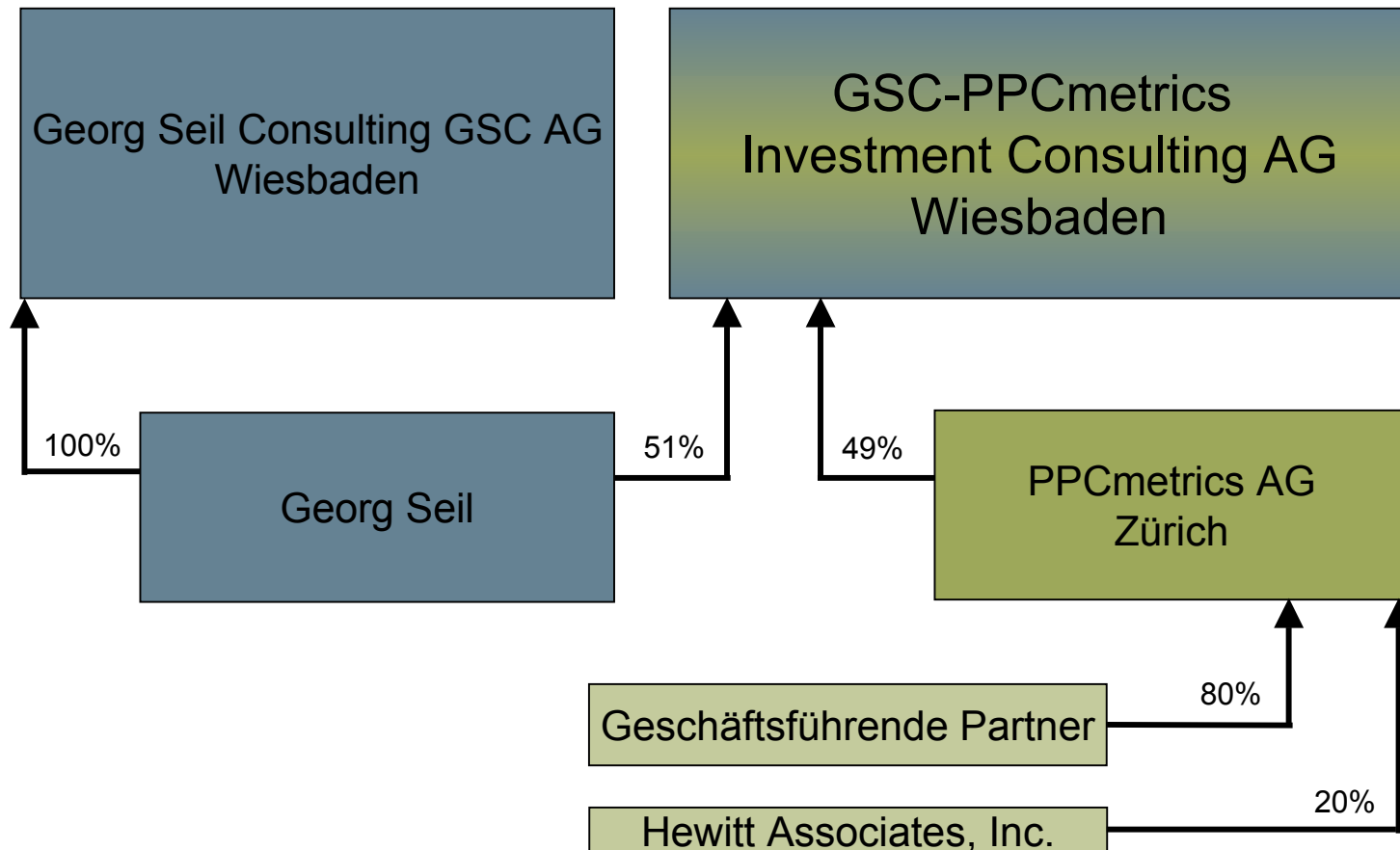
www.gsc-ppcmetrics.de
www.ppcmetrics.ch

Themenübersicht

	Seite(n)
• GSC-PPCmetrics	3 – 7
• Einführung	8 – 9
• Strategische Asset Allokation	10 – 16
• Umsetzung: Auf der Suche nach Alpha	17
• Taktische Asset Allokation	18
• Alphanpotential innerhalb der Anlagekategorien	19 – 21
• Hedge Funds und Alphanpotential	22 – 26
• Konsequenzen für die Managerstruktur	27 – 32
• Risikomanagement und Performancecontrolling	33 – 35
• Fazit	36

GSC-PPCmetrics AG

Seit 01.01.2004: Das Netzwerk – Kompetenz im Verbund



■ **GSC–PPCmetrics Investment Consulting AG, Wiesbaden**

Vorstand Georg Seil (Vorsitzender)
 Dr. Dominique Ammann
 Dr. Ulrich Kamm

■ **PPCmetrics AG, Zürich**

Partner Dr. Dominique Ammann
 Dr. Alfred Bühler
 Dr. Andreas Reichlin
 Dr. Hansruedi Scherer
 Dr. Franz Schumacher
 Werner Strebel

■ **Total Mitarbeiter** Senior Consultants 17
 Consultants 16
 Assistenz 6

Kernkompetenzen der GSC-PPCmetrics AG

- Erstellung von **Asset-Liability**-Studien
- Entwicklung **Strategischer Asset Allokation**
- Analyse **Asset Allokation** und **Anlagestrategie**
- **Prozeß Review** (Manager, Master KAG, Depotbank)
- **Beauty Contests** zur Auswahl von Asset Managern, Master KAGs und Depotbanken
- **Reporting** inklusive Risiko- und Performancecontrolling

Kundennutzen

- **Unabhängigkeit**
Eigentümerstruktur garantiert unabhängige kundenorientierte Beratung und Entscheidungsfindung.
- **Keine Interessenskonflikte**
Tätigkeit ausschließlich als Consultant und nicht als Asset Manager
- **Erfahrung**
Consultants verfügen über fundierte fachliche Qualifikationen und langjährige Erfahrungen.

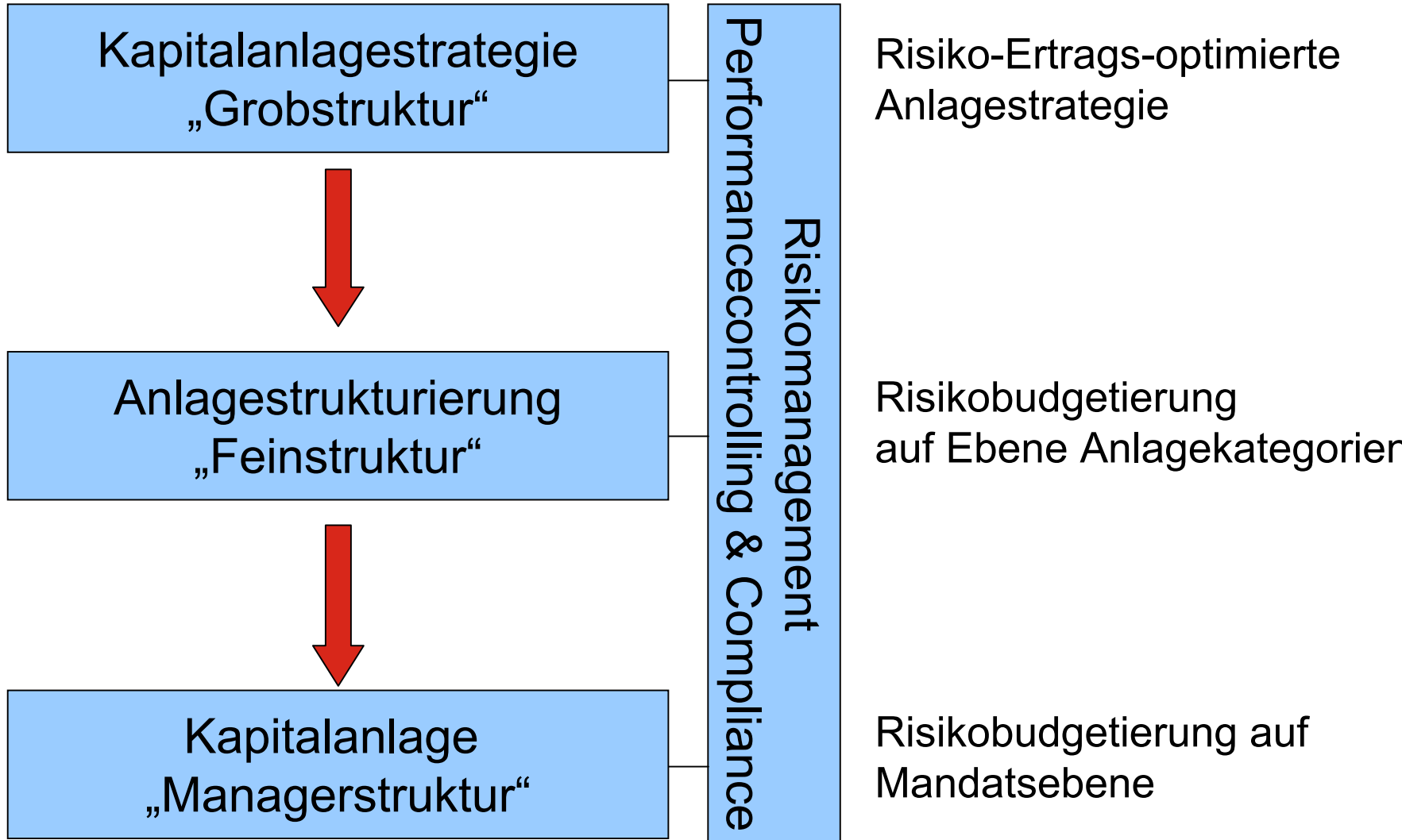
Kundennutzen

- **Transparenz**
Offenheit und Transparenz garantieren nachvollziehbare und nicht manipulierbare Prozesse.
- **Theorie und Praxis**
wissenschaftlich fundierte Analysekompetenz und angemessene Pragmatik in der Umsetzung
- **Betreuung**
Projektbetreuung erfolgt durch Vorstand bzw. Senior Consultant.

- „Consider well the proportion of things. It is better to be a sparrow than an old bird of paradise.“

Mark Twain

Optimierungsmöglichkeiten im Kapitalanlageprozess



Kapitalanlagestrategie (Strategische Asset Allokation)

- Mit der strategischen Asset Allokation legt der Investor die erwartete Strategierendite und das Strategierisiko fest (= „passive“ Benchmark).
- Die strategische Asset Allokation basiert auf
 - langfristigen Rendite- und Risikoerwartungen
 - Anlagezielen und Bedürfnissen des Investors
 - Asset & Liability Analyse

und bestimmt zu rund 90% den Anlageerfolg!

Welche Anlagekategorien gehören in die strategische Asset Allokation? (1)

- Kriterien für Aufnahme in Asset Allokation:
 - Systematisches Risiko (d.h. das Risiko kann durch Diversifikation nicht eliminiert werden bzw. die Anlagekategorie kann nicht durch Kombination anderer Kategorien repliziert werden).

Und

- Das Risiko muss mit einer Risikoprämie entschädigt werden.

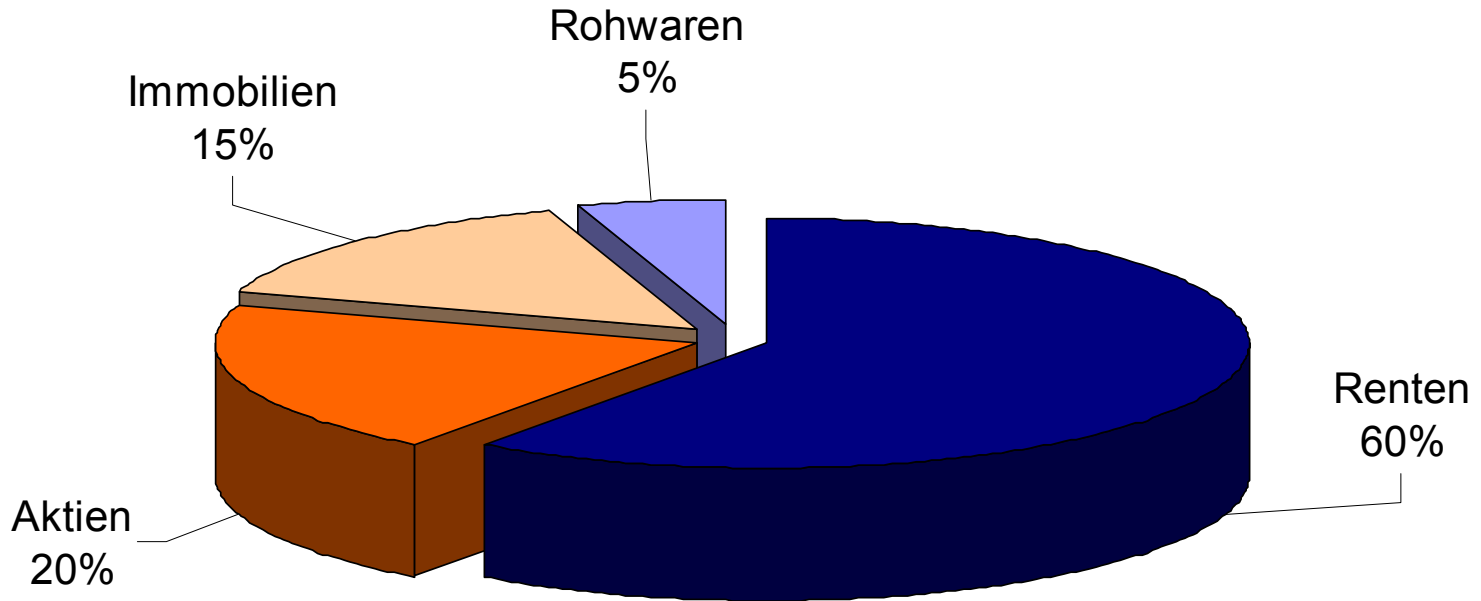
Und

- Die Risikoprämie existiert nicht nur vorübergehend, sie ist langfristig.

Welche Anlagekategorien gehören in die strategische Asset Allokation? (2)

- In:
 - Renten und Aktien
 - Immobilien
 - Commodities (Rohwaren), falls Risikotragfähigkeit gegeben.
- Out: Derivate, Währungen und Convertible Bonds
- Gehört „Alpha“ (Skill) in die Asset Allokation?
 - Nein! Es ist unsystematisch und damit diversifizierbar (Summe aller positiven und negativen Alphas = 0, Nullsummenspiel).
- Wie steht es mit Hedge Funds?

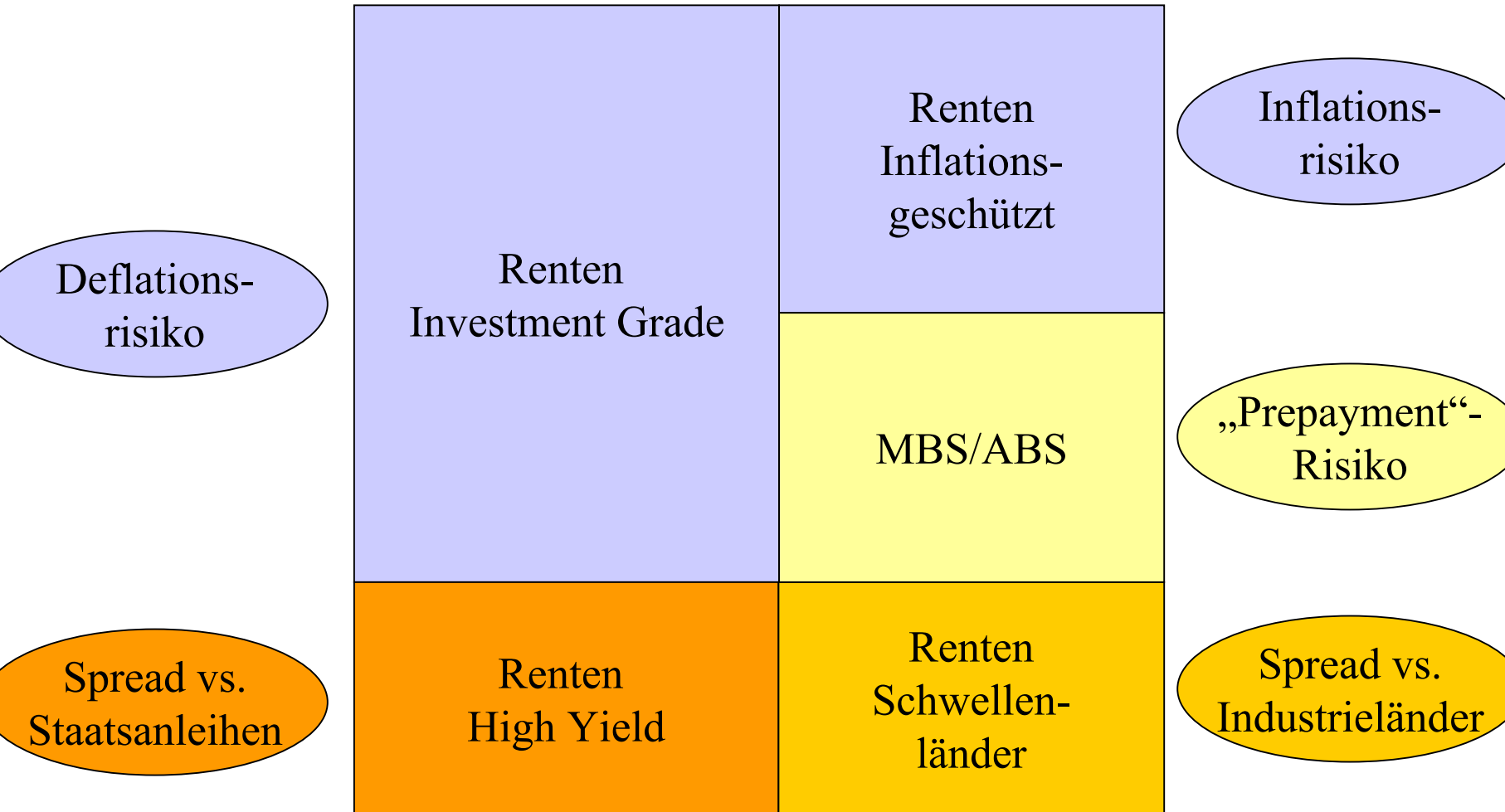
Kapitalanlagestrategie: Typische Groballokation



- Renten ⇒ Deflation
- Aktien ⇒ Wirtschaftswachstum
- Immobilien ⇒ Inflation
- Commodities ⇒ Krisen

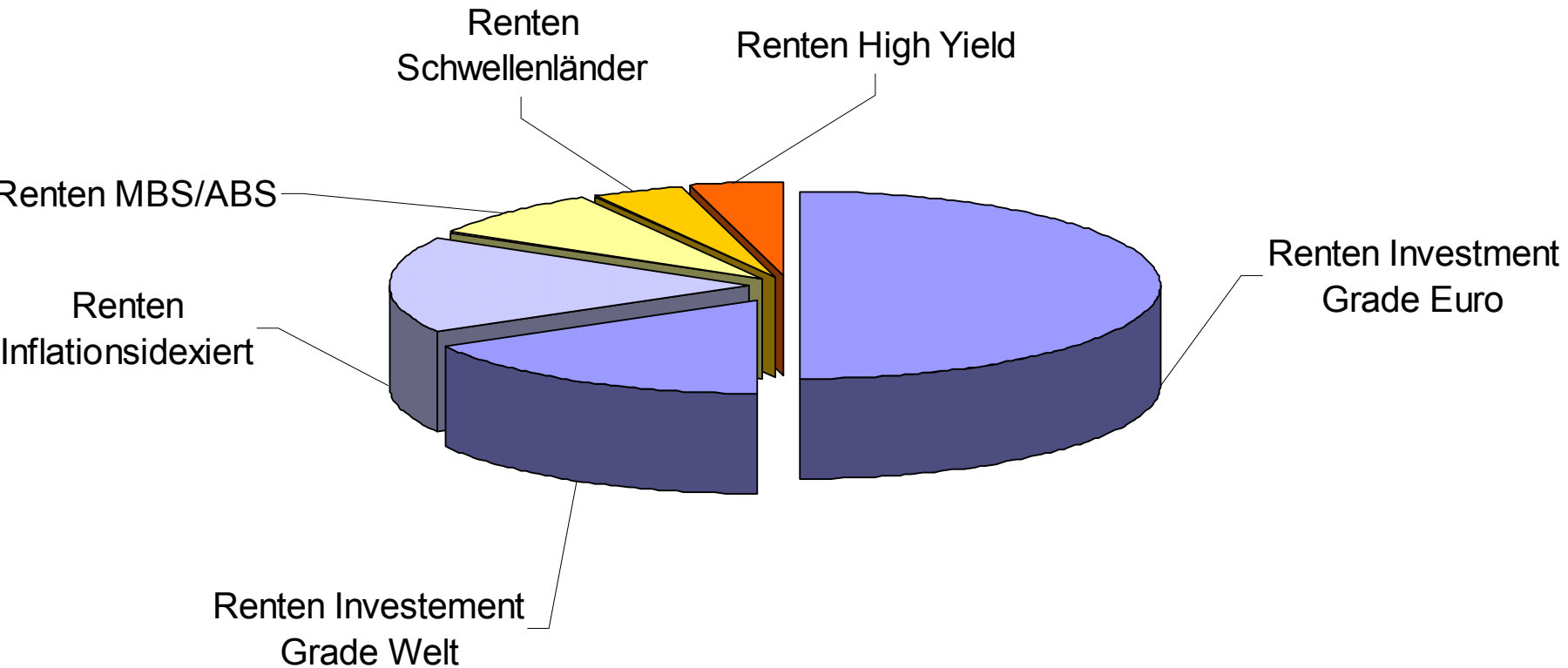
Kapitalanlagestrategie: Feinstruktur

Beispiel: Renten (1)

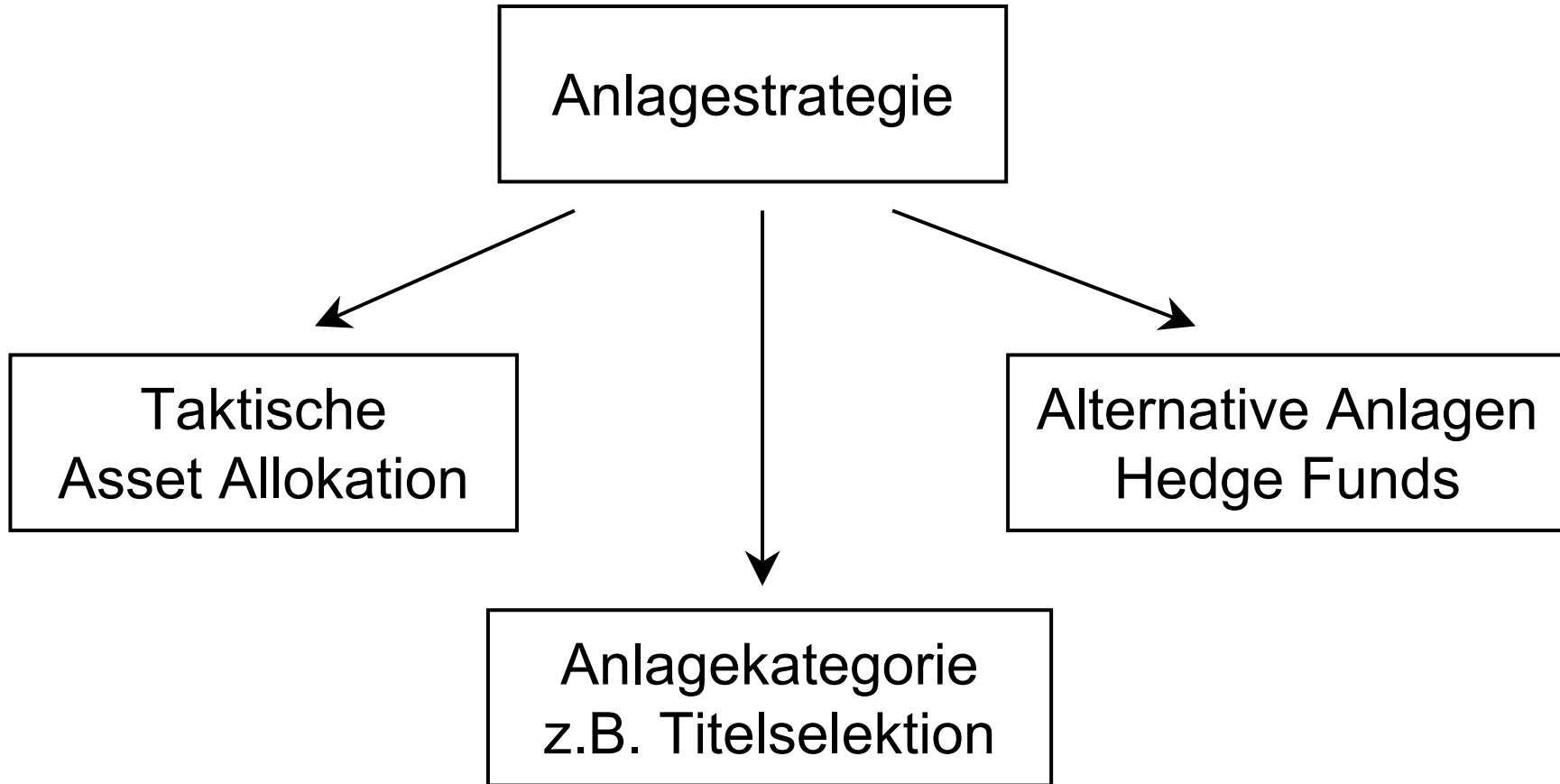


Kapitalanlagestrategie: Feinstruktur

Beispiel: Renten (2)



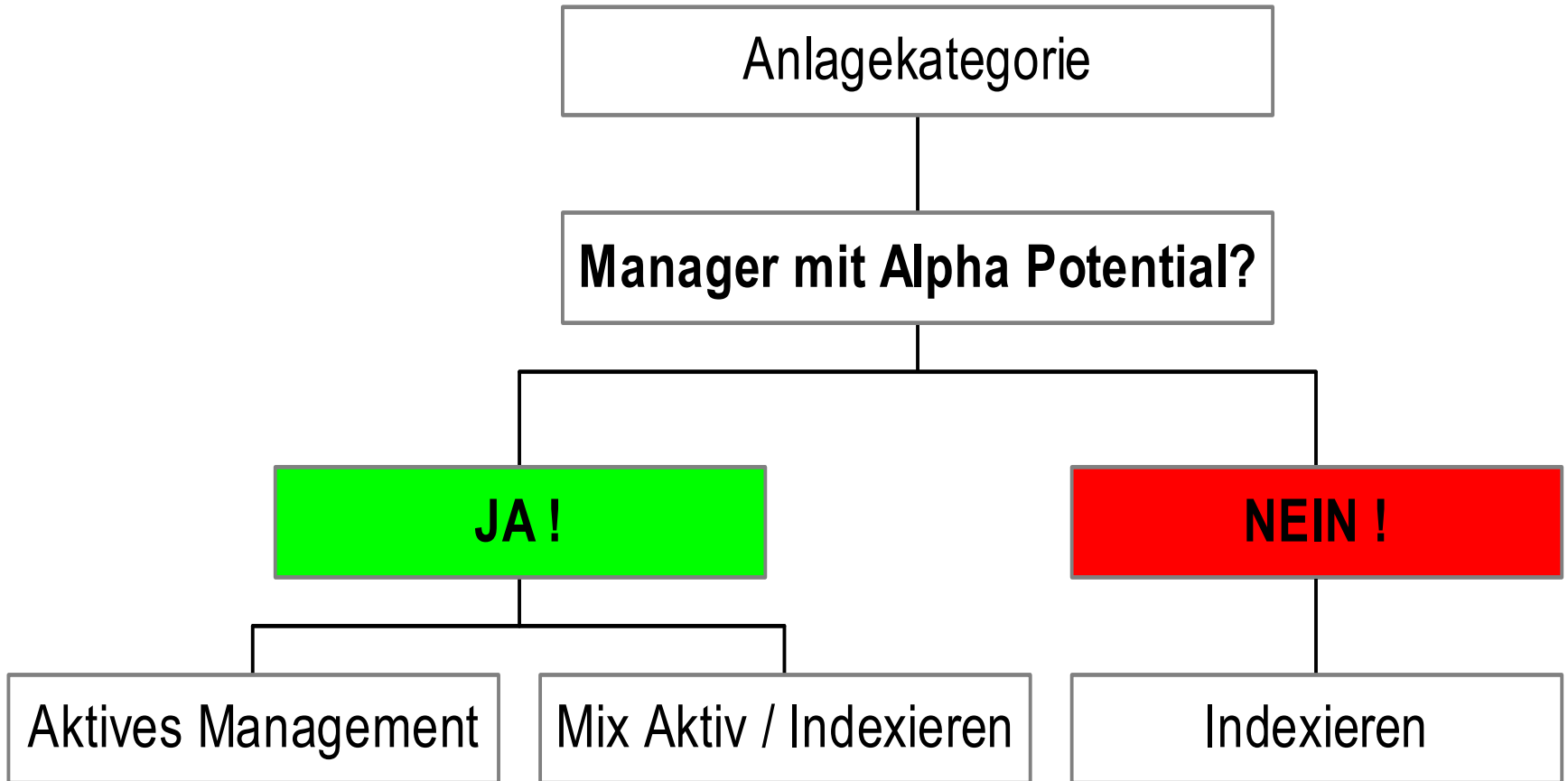
Umsetzung: Auf der Suche nach Alpha



Taktische Asset Allokation

- Aktive Strategien haben Alpha Potential...
 - ...beinhalten aber auch grosse Risiken:
 - Wenige Wetten, grosses Ausmass (positiv wie negativ)
 - Nicht nur die Prognose muss richtig sein, sondern auch das Timing
- ⇒ Rebalancing-Mechanismen prüfen!

Alphapotential innerhalb der Anlagekategorien



Rentenmärkte

- Markteigenschaften
 - Vier grosse Märkte: EUR, GBP, USD, YEN
 - Breite Schuldnerpalette, viele Titel
 - „Alpha-Möglichkeiten“: Zinsen, Bonitäten, Währungen, Sektoren, Titel
- Asset Manager
 - Zahlreiche Anbieter mit unterschiedlichen Ansätzen
 - Erfolgchancen im Bereich Titelselektion, Bonitäten und Sektorallokation am höchsten (erfordert entsprechende Ressourcen!)
 - Erfolgreiches Duration- und Laufzeitenmanagement selten

Aktienmärkte

- Markteigenschaften
 - Etablierte Märkte vs. Emerging Markets
 - Grosskapitalisierte Werte vs. kleinkapitalisierte Werte
 - Breites Universum lässt viel Spielraum für „Alpha-Wetten“.
- Asset Manager
 - Sehr viele Anbieter mit unterschiedlichen Ansätzen
 - Sehr grosses Titeluniversum erfordert globale Asset Manager oder Kombination von lokalen Spezialisten
 - Verschiedene Anbieter mit Alphanpotential, insbesondere in Rand- (Emerging Markets) und Nischenmärkten (Small & Mid Caps)

Hedge Funds und Alphapotential (1)

- Inbegriff der aktiven Vermögensbewirtschaftung: Absolute Rendite als Ziel!
- Wie verdienen Hedge Funds ihr Geld?
- Neuere wissenschaftliche Untersuchungen zeigen: Hedge Fund Renditen =

Traditionelle Betas (Aktienmarkt, Kreditrisiko etc.)

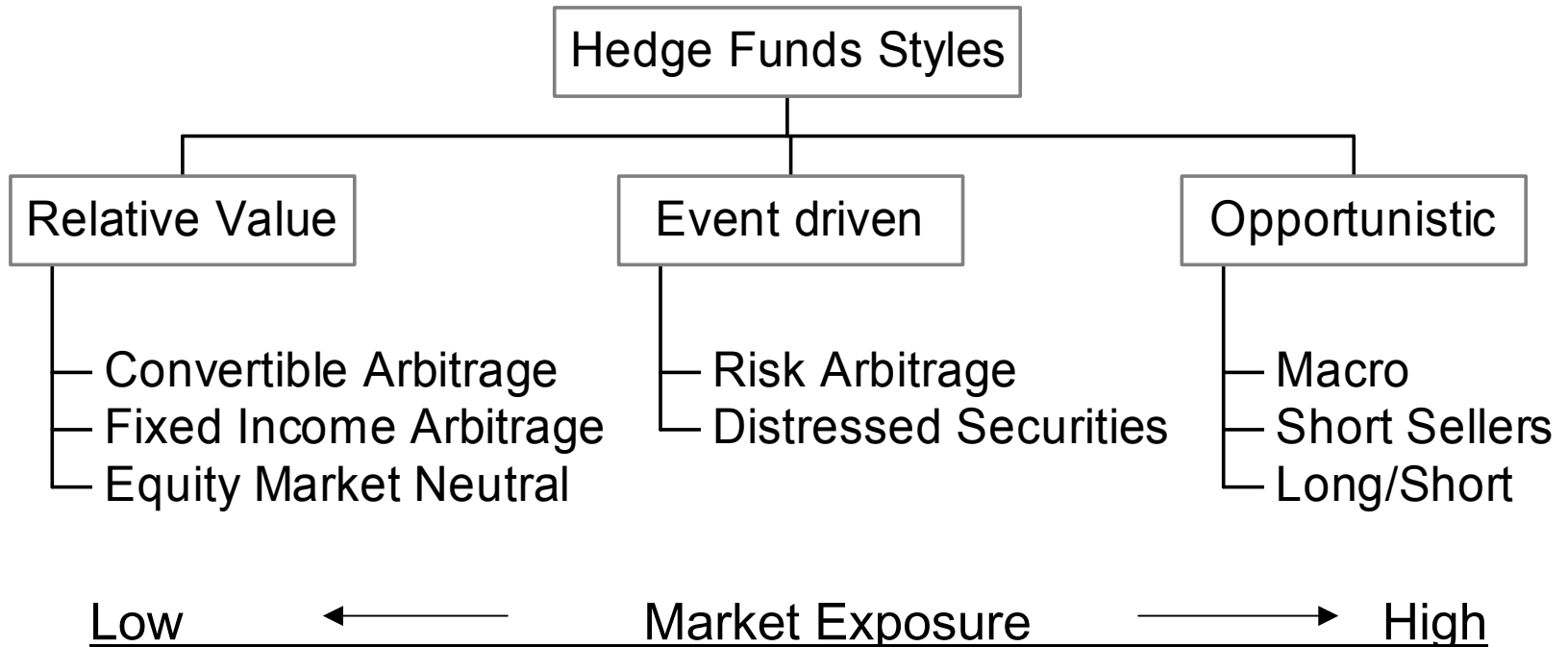
+ Alternative Betas (Liquidität, Volatilität)

+ Skill Alpha

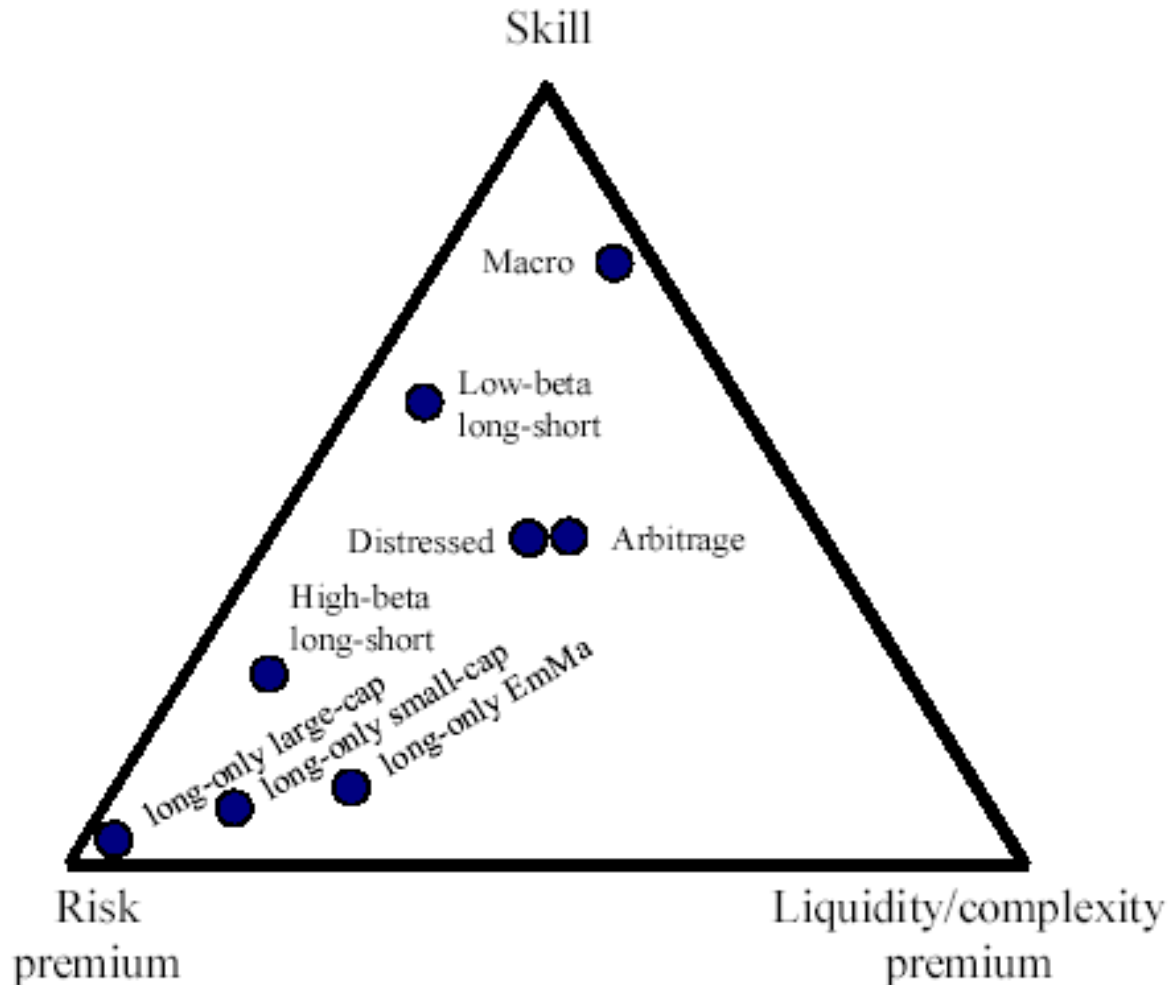
} Risikoprämie
} „Können“

Hedge Funds und Alphapotential (2)

Anlagestile: Es existiert keine einheitliche Nomenklatur und keine einheitlichen Style-Definitionen.



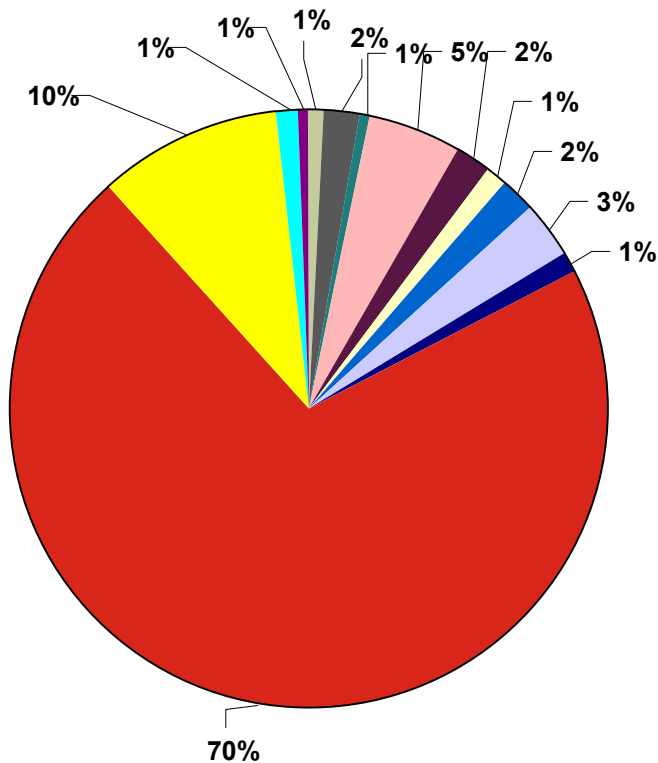
Hedge Funds und Alphapotential (3)



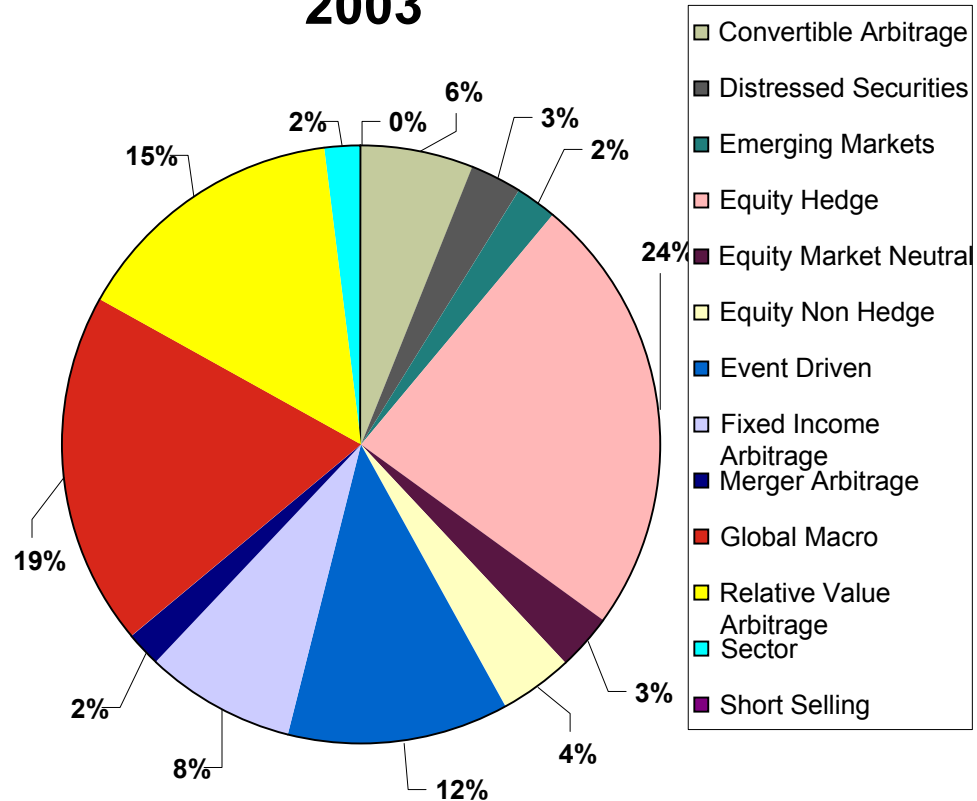
Hedge Funds und Alphanpotential (4)

Branchendynamik: Entwicklung Anlagestile

1990



2003



- Convertible Arbitrage
- Distressed Securities
- Emerging Markets
- Equity Hedge
- Equity Market Neutral
- Equity Non Hedge
- Event Driven
- Fixed Income Arbitrage
- Merger Arbitrage
- Global Macro
- Relative Value Arbitrage
- Sector
- Short Selling

Hedge Funds und Alphanpotential (5)

PERFORMANCE DER UNTERSCHIEDLICHEN HEDGEFONDS STILE* IN DEN JAHREN 1994 – 2003 in %

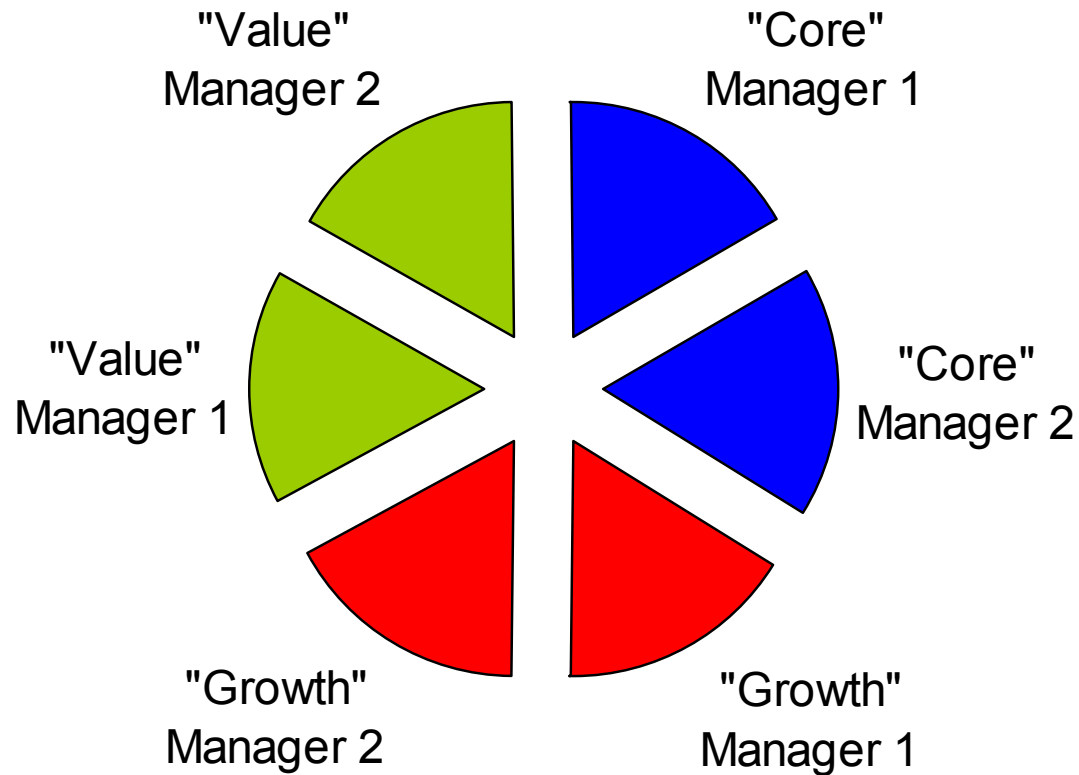
1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Leerverkäufer / Short Bias + 15	Global Macro + 31	Emerging Markets + 35	Global Macro + 37	Trendfolger / Futures / CTA + 21	Aktien Long / Short + 47	Wandelanleihen-Arbitrage + 26	Global Macro + 18	Trendfolger / Futures / CTA + 18	Emerging Markets + 29
Emerging Markets + 13	Aktien Long / Short + 23	Global Macro + 26	Emerging Markets + 27	Aktien Long / Short + 17	Emerging Markets + 45	Leerverkäufer / Short Bias + 16	Wandelanleihen-Arbitrage + 15	Leerverkäufer / Short Bias + 18	Unternehmen Event Driven + 20
Trendfolger / Futures / CTA + 12	Unternehmen Event Driven + 18	Unternehmen Event Driven + 23	Aktien Long / Short + 21	Aktienmarkt neutral + 13	Unternehmen Event Driven + 22	Aktienmarkt neutral + 15	Unternehmen Event Driven + 12	Global Macro + 15	Global Macro + 18
Risiko-Arbitrage + 5	Wandelanleihen-Arbitrage + 17	Wandelanleihen-Arbitrage + 18	Unternehmen Event Driven + 20	Risiko-Arbitrage + 6	Wandelanleihen-Arbitrage + 16	Risiko-Arbitrage + 15	Aktienmarkt neutral + 9	Aktienmarkt neutral + 7	Aktien Long / Short + 17
Unternehmen Event Driven + 1	Anleihen-Arbitrage + 13	Aktien Long / Short + 17	Aktienmarkt neutral + 15	Global Macro - 4	Aktienmarkt neutral + 15	Global Macro + 12	Anleihen-Arbitrage + 8	Emerging Markets + 7	Trendfolger / Futures / CTA + 14
Anleihen-Arbitrage 0	Risiko-Arbitrage + 12	Aktienmarkt neutral + 17	Wandelanleihen-Arbitrage + 14	Wandelanleihen-Arbitrage - 4	Risiko-Arbitrage + 13	Unternehmen Event Driven + 7	Emerging Markets + 6	Anleihen-Arbitrage + 6	Wandelanleihen-Arbitrage + 13
Aktienmarkt neutral - 2	Aktienmarkt neutral + 11	Anleihen-Arbitrage + 16	Risiko-Arbitrage + 10	Unternehmen Event Driven - 5	Anleihen-Arbitrage + 12	Anleihen-Arbitrage + 6	Risiko-Arbitrage + 6	Wandelanleihen-Arbitrage + 4	Risiko-Arbitrage + 9
Global Macro - 6	Trendfolger / Futures / CTA - 7	Risiko-Arbitrage + 14	Anleihen-Arbitrage + 9	Leerverkäufer / Short Bias - 6	Global Macro + 6	Trendfolger / Futures / CTA + 4	Trendfolger / Futures / CTA + 2	Unternehmen Event Driven 0	Anleihen-Arbitrage + 8
Wandelanleihen-Arbitrage - 8	Leerverkäufer / Short Bias - 7	Trendfolger / Futures / CTA + 12	Trendfolger / Futures / CTA + 3	Anleihen-Arbitrage - 8	Trendfolger / Futures / CTA - 5	Aktien Long / Short + 2	Leerverkäufer / Short Bias - 4	Aktien Long / Short - 2	Aktienmarkt neutral + 7
Aktien Long / Short - 8	Emerging Markets - 17	Leerverkäufer / Short Bias - 5	Leerverkäufer / Short Bias 0	Emerging Markets - 38	Leerverkäufer / Short Bias - 14	Emerging Markets - 6	Aktien Long / Short - 4	Risiko-Arbitrage - 3	Leerverkäufer / Short Bias - 33

* Beachte: Es handelt sich hierbei um die durchschnittliche Performance einer gesamten Stilrichtung (Index), nicht um Einzelfonds!

Konsequenzen für die Managerstruktur (1)

- Multi-Manager-Ansatz
 - Diversifikation des aktiven Risikos
 - Kombination unterschiedlicher Investment-Ideen
 - Kombination unterschiedlicher Anlagestile (Wachstum, Wert)
 - Aktive Umverteilung (Rotation) zwischen den Stilen und Mandaten

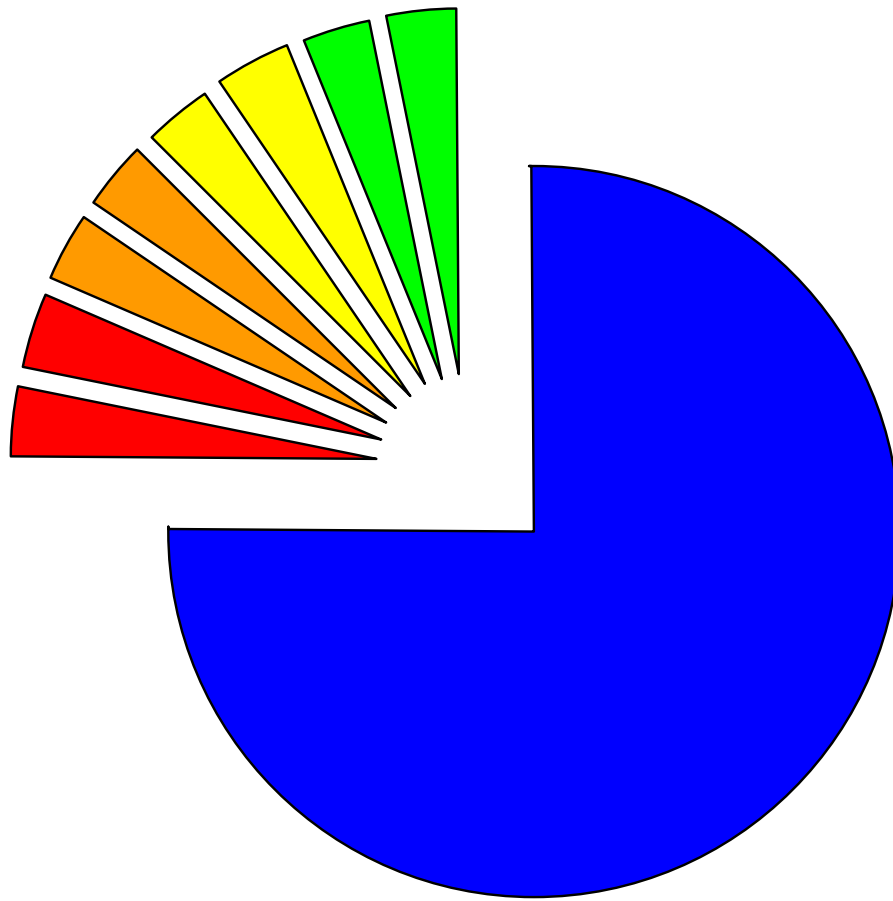
Multi-Style-Multi-Managerstruktur Aktien Welt



Konsequenzen für die Managerstruktur (2)

- Kern-Satelliten-Ansatz: Traditionell
 - Kombination: Indexiertes Kernportfolio mit aktiven Satelliten
 - Aktive Risiken in Spezialmandaten (Small Caps, Emerging Markets, Nachhaltigkeit)
 - Gezielt Märkte und Asset Manager mit Alphapotential einsetzen.

Kern-Satelliten Managerstruktur Aktien Welt

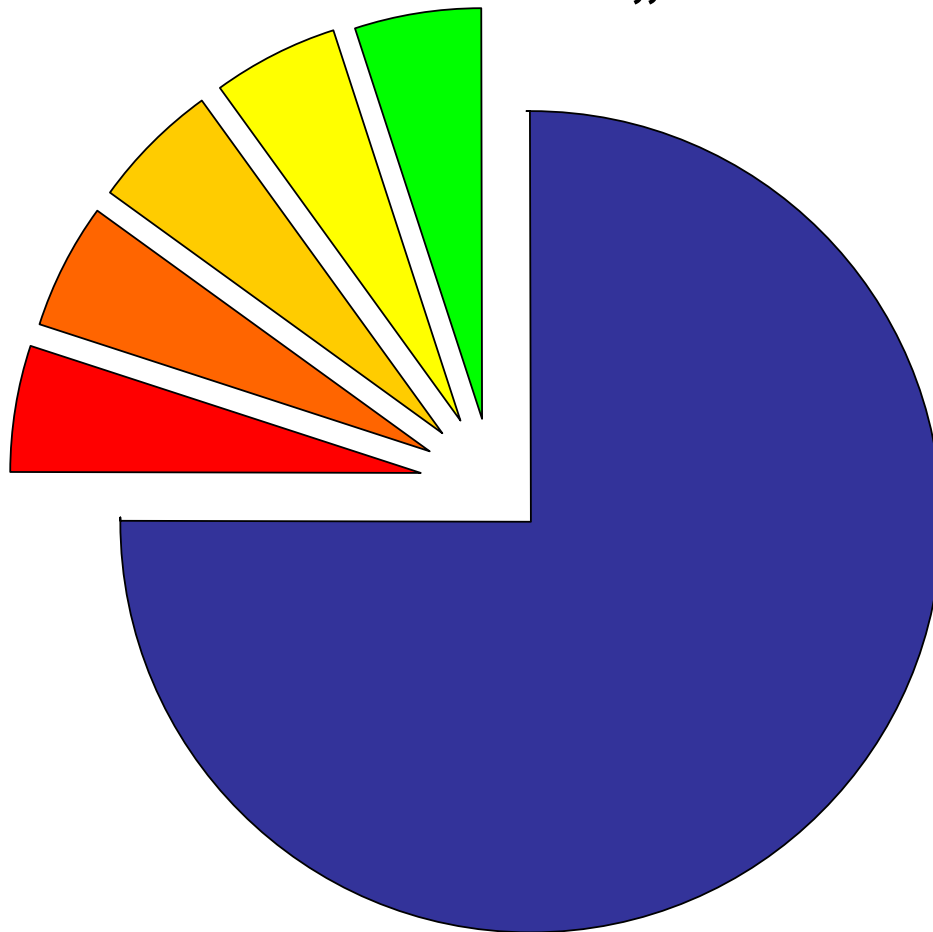


- Aktien Global Indexiert
- Small Cap Europe 1
- Small Cap Europe 2
- Small Cap USA 1
- Small Cap USA 2
- Emerging Markets 1
- Emerging Markets 2
- Nachhaltigkeit Global 1
- Nachhaltigkeit Global 2

Konsequenzen für die Managerstruktur (3)

- Kern-Satelliten-Ansatz: „Alternativ“
 - Kombination: Indexiertes Kernportfolio mit aktiven Satelliten
 - Aktive Risiken in Hedge Funds (z. B. Long-Short Aktien)
 - Gezielt Märkte und Asset Manager mit Alphapotential einsetzen.

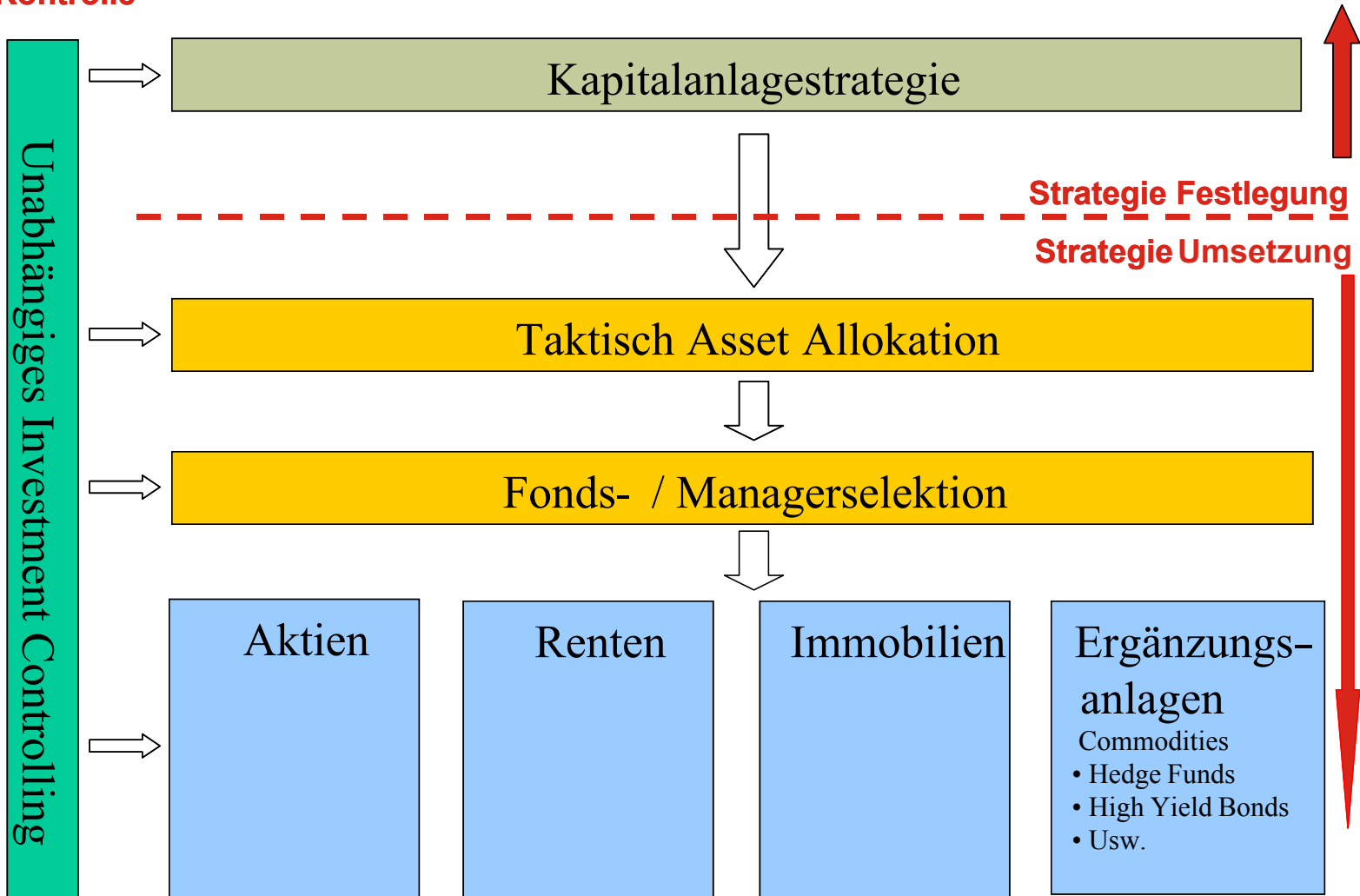
Kern-Satelliten Managerstruktur Aktien Welt „Alternativ“



- Aktien Welt Indexiert
- Long/Short Aktien Europa
- Long/Short Aktien US
- Long/Short Aktien Asien
- Long/Short Aktien Schwellenländer
- Long/Short Sektoren

Risikomanagement und Performancecontrolling

Kontrolle



Risiko- und Performancecontrolling

Beispiel: Systematische Managerreview

Jährlich bei
Bedarf



Besuchsbericht

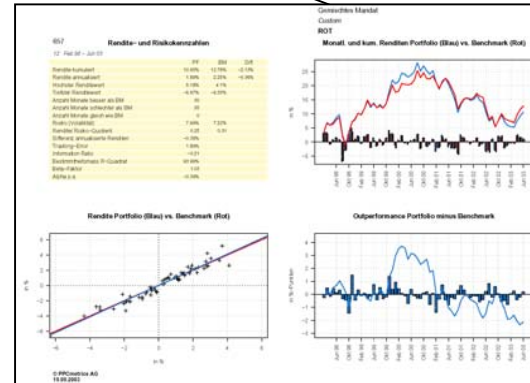
Kurzbericht

Manager-Review

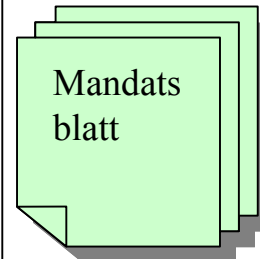


Halbjährlich

Monatlich



Quartalsbericht

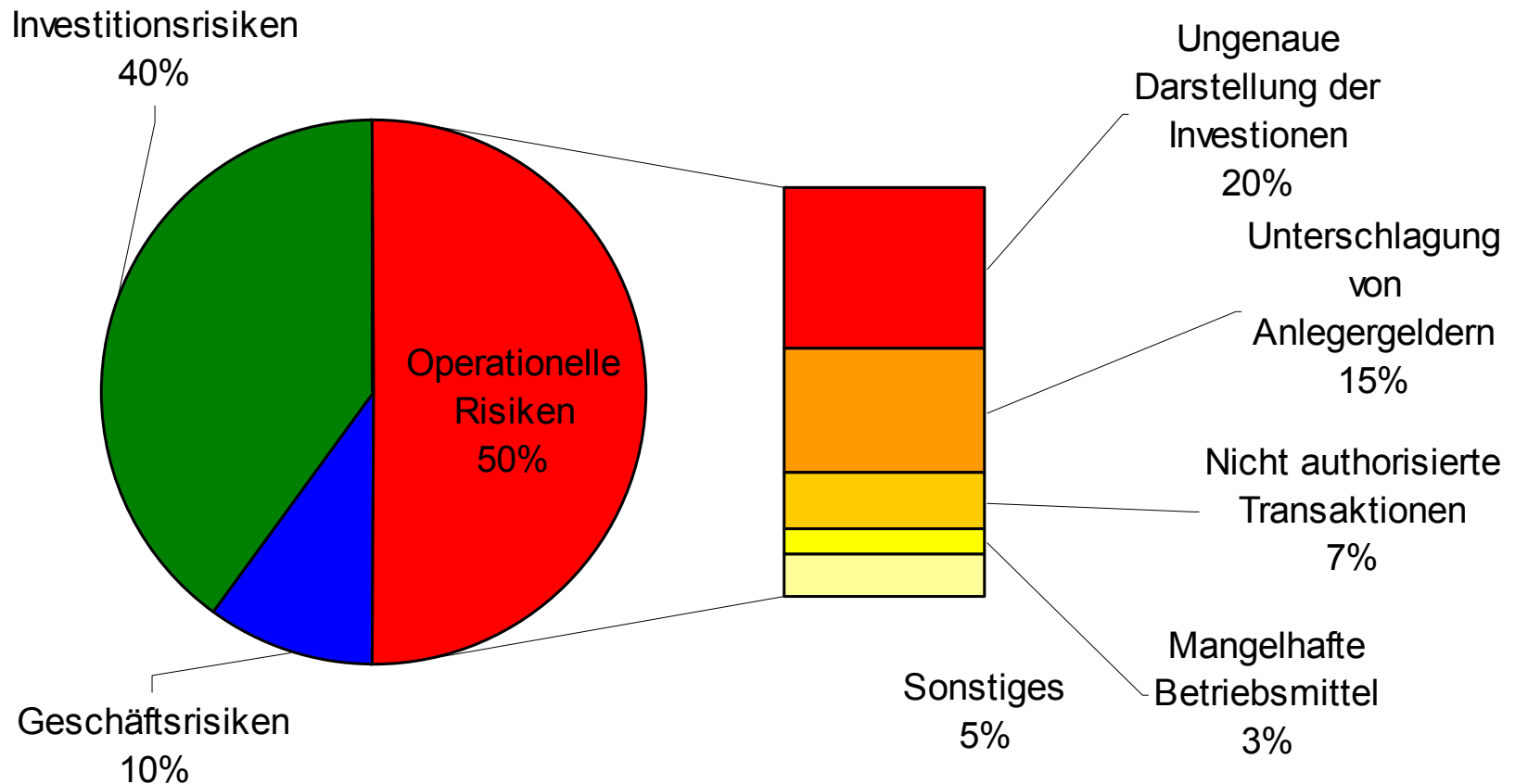


Quartalsweise

Risiko- und Performancecontrolling

Beispiel: Hedge Funds – Risiken und Gefahren

Untersuchung über Schliessungsgründe von Hedge Funds (Quelle: Capco)



Fazit

- There is no free lunch!
 - Risikoprämien gibt es nur für systematische Risiken
 - Alpha ist nicht garantiert: Nullsummenspiel!
- Gute Anlageergebnisse
 - = People + Product + Process
- Systematisches Risikomanagement und Performancecontrolling als Führungsinstrument