

LODH

Institutional Investors Day, 23. Oktober 2007

**Alternative Anlagen –
Die Sicht des Investment Consultants**

Dr. Dominique Ammann, Partner

PPCmetrics AG

Financial Consulting, Controlling and Research

www.ppcmetrics.ch

1. Was sind Alternative Anlagen	3
2. Vor- und Nachteile Alternativer Anlagen	6
3. Warum Alternative Anlagen	9
4. Renditekomponenten Alternativer Anlagen	12
5. Bewirtschaftungsart, Anlageform und Wahl des „richtigen“ Asset Managers	18

Traditionelle Anlagen

- Liquide Mittel
- Obligationen
- Hypotheken
- Aktien
- Immobilien

Nicht Traditionelle Anlagen

- Private Equity
- Hedge Funds
- Rohstoffe
- Infrastrukturanlagen
-

Was verstehen wir unter Alternativen Anlagen? (2)

- Frage der Definition und der „Anlagekultur“

	Immobilien	Emerging Markets	Private Equity Hedge Funds Rohstoffe
USA	Nicht traditionell	Nicht traditionell	Nicht Traditionell
Europa	Traditionell	Traditionell	Nicht traditionell

- Nicht traditionelle Sachwerte
 - Commodities
 - Infrastruktur / Forstwirtschaft / Kunst / Sammelobjekte / usw.
- Private Equity
 - Verschiedene Finanzierungsstadien
 - Management Buyout / Turnaround
- Verbriefte Versicherungsrisiken
 - Cat Bonds / Insurance Linked Securities etc.
- Hedge Funds Strategien
 - Long Short / Relative Value / Macro / CTA etc.

Vor- und Nachteile von Hedge Funds

- ✓ Streben nach absoluter Rendite
- ✓ Alpha Potential
- ✓ Diversifikationspotential
- ✓ Spezialisierung (Konzentration auf einen Anlagestil)
- ✓ Flexibilität (Einsatz verschiedener Kapitalmarktinstrumente)
- 👁 Geringe Regulierung und Transparenz
- 👁 Datenprobleme mit überschätzten Renditen
- 👁 Traditionelle Risikomasse wenig aussagekräftig
- 👁 Unternehmensspezifische Risiken (starkes Wachstum, „key people“ Risiko, operationelle Risiken)
- 👁 Leverage
- 👁 Hohe Gesamtgebühren

Vor- und Nachteile von Private Equity

- ✓ Alpha Potential
- ✓ Diversifikationspotential
- ✓ Ergänzung der traditionellen Aktienmärkte (Developed Markets, Emerging Markets, Small & Mid Caps)
- ✓ Risikoprämie aus Informationsineffizienzen und Illiquidität
- 👁️ Eingeschränkte Illiquidität (erschwerete Ausstiegsmöglichkeiten)
- 👁️ Langfristiges Engagement (10 - 12 Jahre)
- 👁️ Informationsineffizienz / Intransparenz
- 👁️ Hohes Risiko
- 👁️ Hohe Transaktionskosten

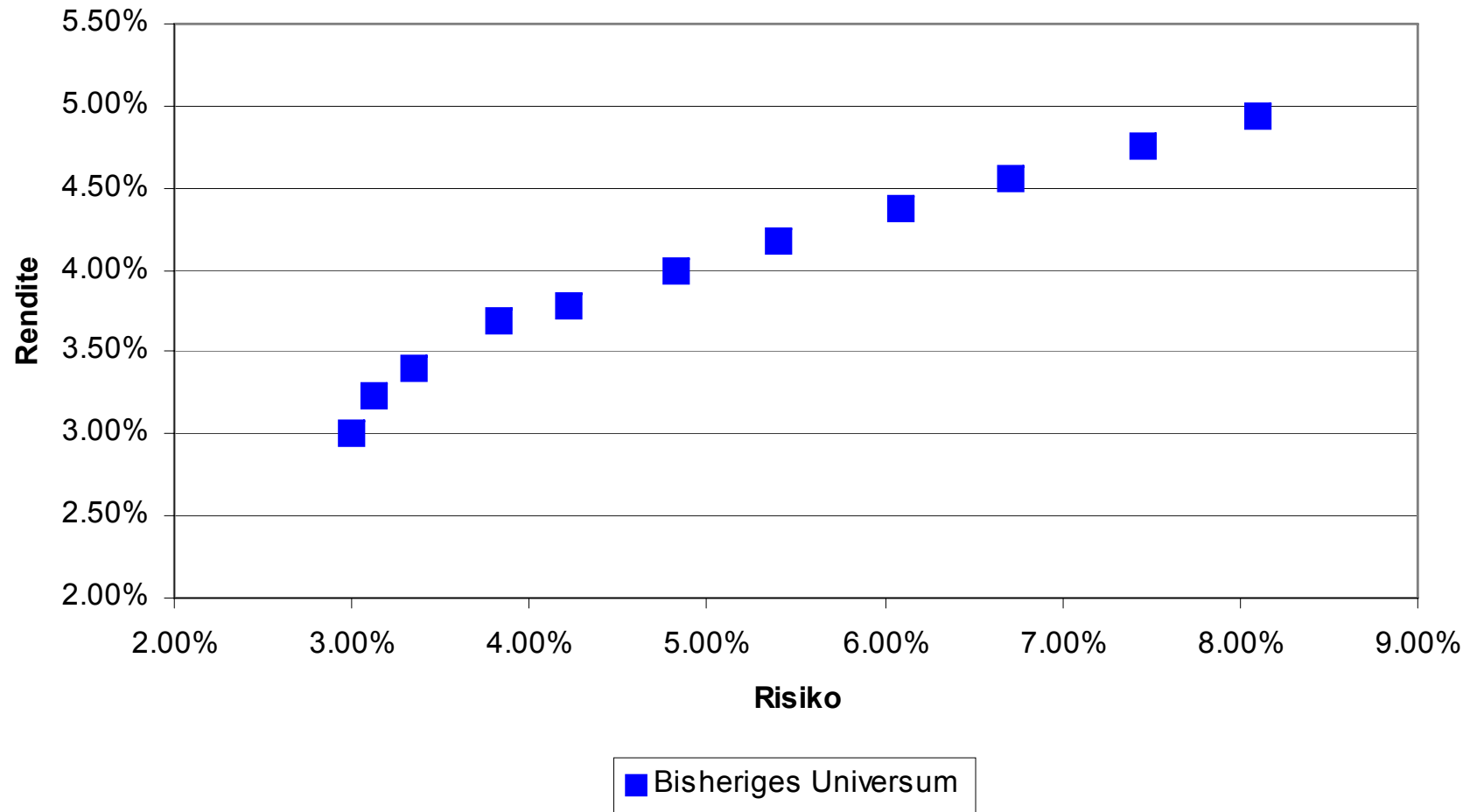
Vor- und Nachteile von Commodities

- ✓ Diversifikation (z.T. negative Korrelationen zu Aktien- und Obligationenmärkten)
- ✓ Risikoprämie am Futures-Markt (Übernahme von Preisrisiken; implizite Versicherungsprämie gegen Risikoquellen wie Unwetter, Seuchen, politische Risiken, Produktionsausfälle etc.)
- 👁 Schwankungen der Rohstoffpreise
- 👁 Instabilität der Prämien für übernommene Preisrisiken (Contango vs. Backwardation)
- 👁 Direktanlage: Es kann nicht von einem positiven langfristigen Ertrag aufgrund von Preisänderungen der Warenmärkte ausgegangen werden.

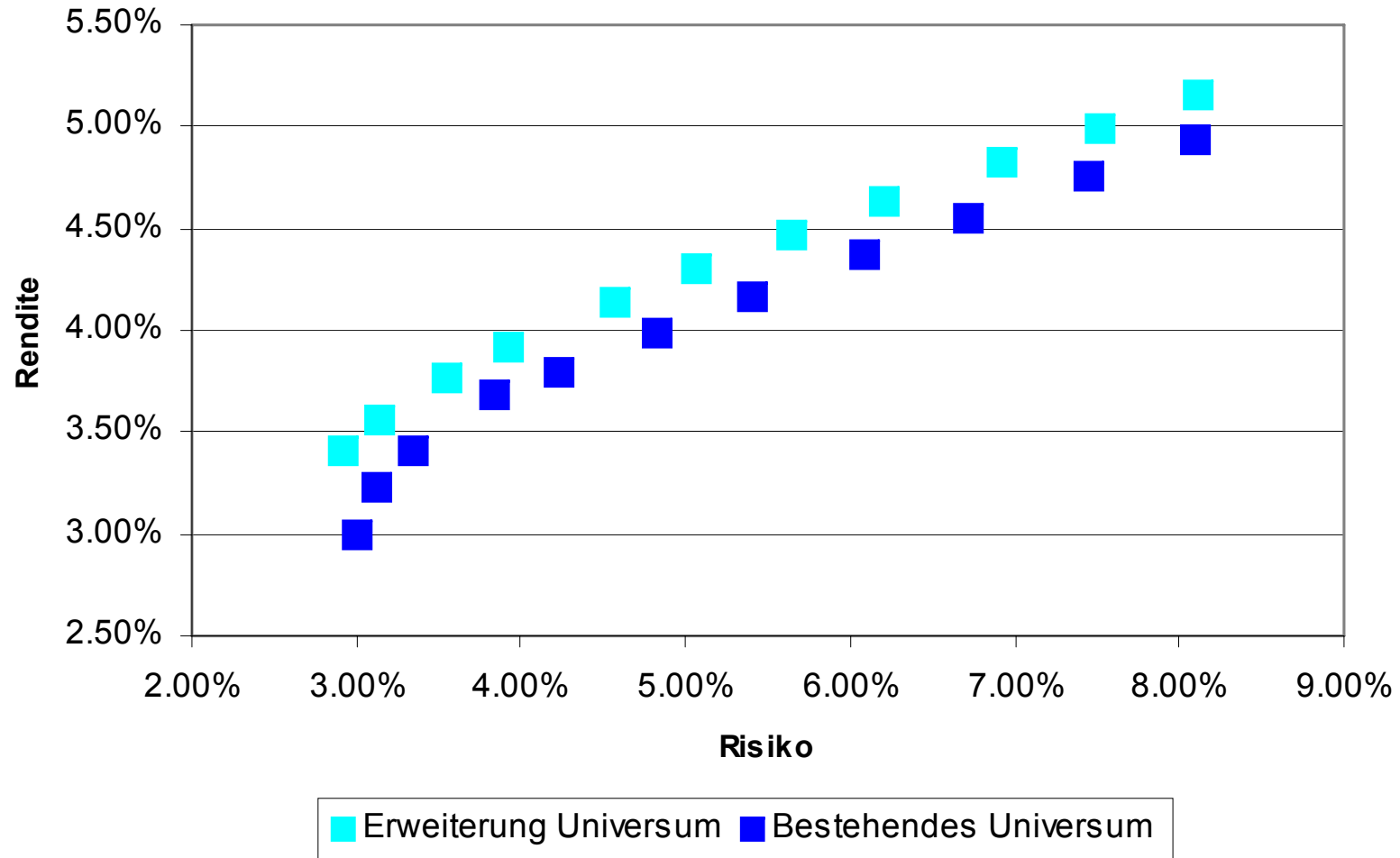
Warum Alternative Anlagen?

- Verbesserung des Rendite- / Risikoverhältnisses auf Stufe Gesamtvermögen dank zusätzlichen Anlageklassen
- Breitere Diversifikation des Gesamtrisikos (insbesondere des Aktienrisikos)
- Erschliessung neuer Renditequellen (alternatives β)?
- Hoffen auf überdurchschnittliche Managerleistungen (α)?

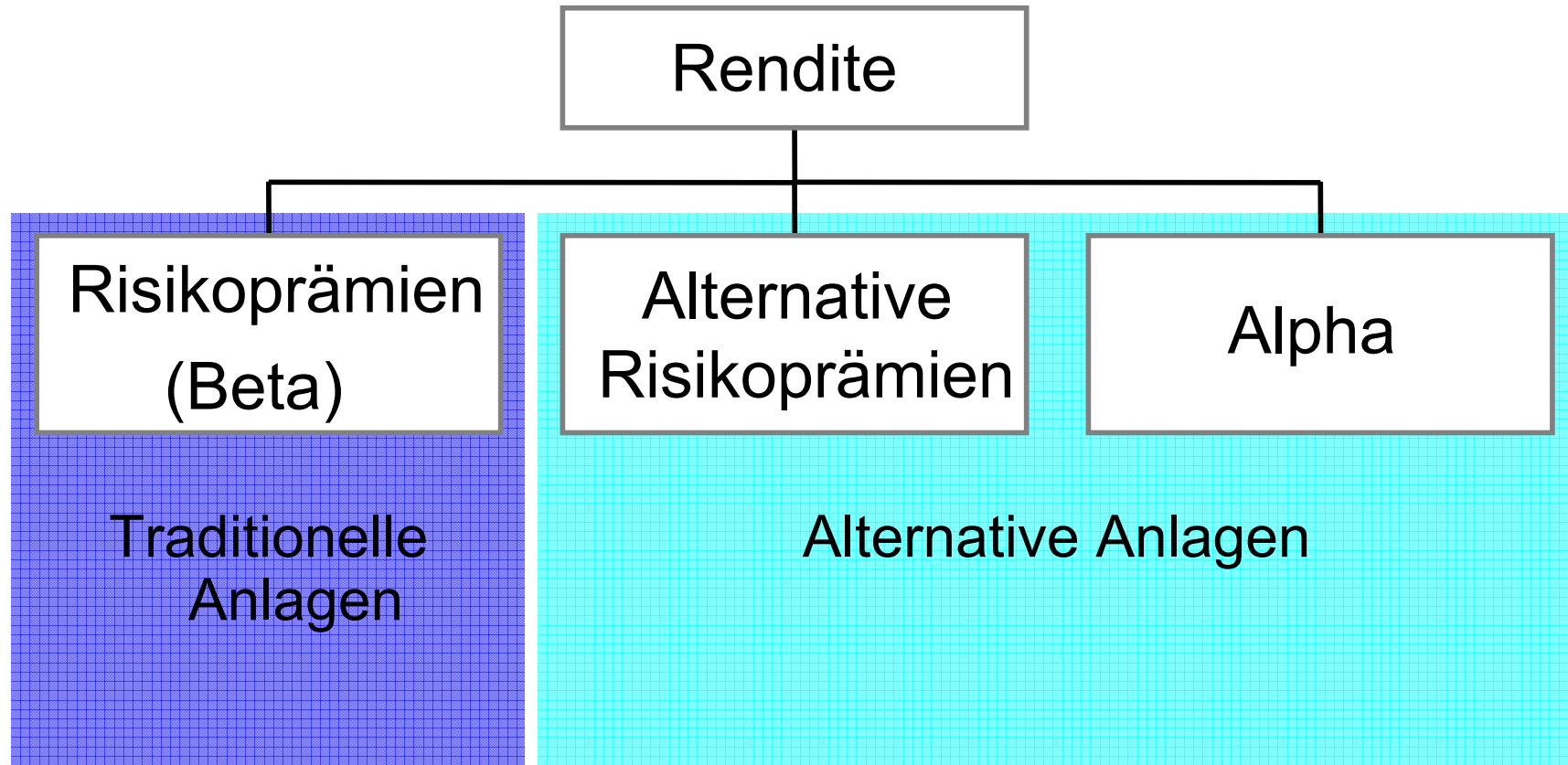
Rendite- / Risiko-Eigenschaften einzelner Portfolios *ohne* Alternative Anlagen



Rendite- / Risiko-Eigenschaften einzelner Portfolios *mit* Alternative Anlagen



Renditekomponenten von Alternativen Anlagen



Traditionelle Risikoprämien (traditionelles β)

- Entschädigung für das Eingehen systematischer, nicht diversifizierbarer Marktrisiken (Zinsen, Aktien, Immobilien)
- Alternative Anlagen sollten möglichst wenig traditionelle Risiken enthalten.

- Entschädigungen für das Tragen folgender Risiken:
 - Liquiditätsrisiken
 - Volatilitätsrisiken / Korrelationsrisiken
 - Eventrisiken / Konvergenzrisiken
 - Rohstoffpreisrisiko
 - Versicherungsrisiken
 - ...

Nicht traditionelle Risikoprämien (1)

- Commodities
 - Wird Halter einer Long- oder einer Short-Position langfristig mit Risikoprämie entschädigt (Contango vs. Backwardation)?
- Hedge Funds
 - Handel von Volatilitätsrisiken = Umverteilung bestehender Aktienrisiken
 - Kreditrisiken, Eventrisiken, Konvergenzrisiken: Aspekte des Aktienrisikos
- Private Equity
 - Aktienmarktrisiko, Konkursrisiken = Aktienrisiken

Nicht traditionelle Risikoprämien (2)

- Alternative Anlagen: wenig stabile oder keine neuen Risikoprämien!
- Nicht traditionelle Risikoprämien existieren trotzdem.
- Alternative Risikoprämien sind die Entschädigung für das Eingehen nicht diversifizierbarer Risiken wie z.B. Liquiditätsrisiken bei Private Equity und Hedge Funds.

Alpha (α): Fähigkeiten des Asset Managers

- Gibt es ein Alpha ?
- Alpha: Leistung des Asset Managers unabhängig vom Marktrisiko (kein Beta!)
- Alpha basiert auf Prognosefähigkeit des Asset Managers.
- Alpha ist gesamtwirtschaftlich ein Nullsummenspiel!
- Für jeden Asset Manager der ein positives Alpha erwirtschaftet, gibt es mindestens einen Asset Manager, der ein entsprechend negatives Alpha erwirtschaftet.

- Alternative Anlagen werden in der Regel aktiv bewirtschaftet:
 - 1) Es ist nur beschränkt möglich und sinnvoll, Rendite/Risiko Eigenschaften Alternativer Anlagen als passive Produkte in ein Anlageportfolio zu integrieren.
 - 2) Vorwiegend wird aktives Management bei Alternativen Anlagen angeboten.

- Das aktive Risiko (Tracking Error) kann und muss gut auf viele zueinander unkorrelierte Manager mit Prognosefähigkeiten verteilt werden.
- Im Vordergrund stehen deshalb für Institutionelle Investoren „Fund of Funds“.
- Diese verursachen einen zusätzlichen Kostenfaktor, ermöglichen aber eine breite Diversifikation auf Stufe der Single Funds.

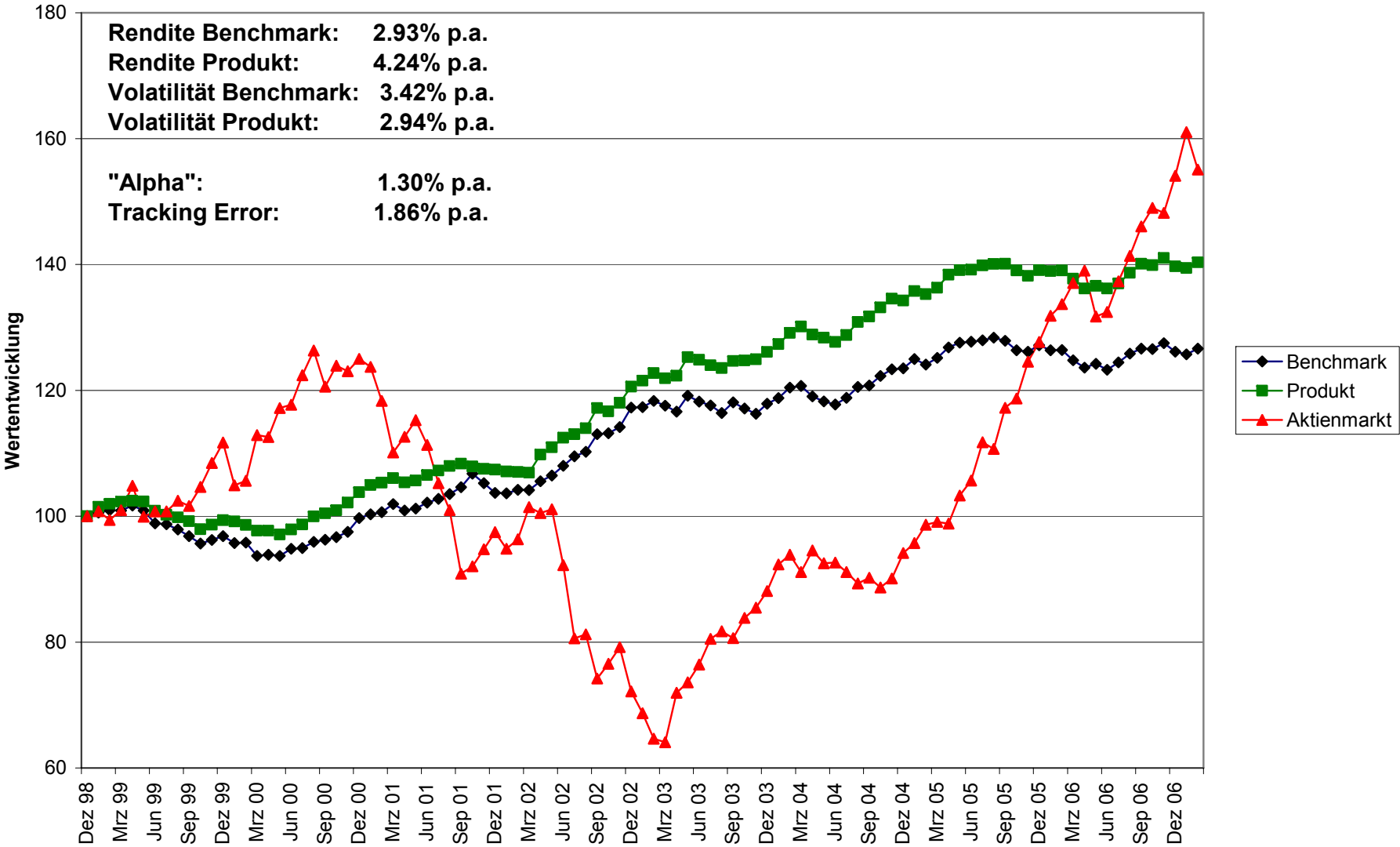
Wahl des „richtigen“ Asset Managers (1)

- Analyse der Firma und der 5 P's:
 - Firma: Qualität und Stabilität
 - Produkt: Charakteristika, Eignung, Einstiegs- und Ausstiegsmöglichkeiten?
 - Prozesse: Investitionsprozess, Risikomanagement
 - Personen: Erfahrung, Stabilität
 - Performance: Historische Anlageleistung?
 - Welches sind die Rendite- und Risikoquellen (Marktrisiken, Managerrisiken)?
 - Preis: Fixer und variabler Teil, Anreize?

Wahl des „richtigen“ Asset Managers (2)

- Vermögensverwalter müssen über nachweisliche Prognosefähigkeiten (Alpha) verfügen.
- Unterscheiden zwischen „Können“ und „Glück“
- Unterscheiden zwischen Risikoprämien und „Alpha“
- vgl. Beispiel „Alpha oder Beta“.

Beispiel: Alpha oder Beta? (1)



Beispiel: Alpha oder Beta? (2)

- Das Produkt weist sehr interessante Eigenschaften auf:
 - „Alpha“ relativ zur Benchmark 1.30% p.a. über mehr als 8 Jahre.
 - Volatilität ist geringer als Volatilität des Benchmark.
 - Aktienbeta -0.07. Wer Produkt kauft, geht keine Aktienrisiken ein!
- Performance Aktien (SPI) 5.52% p.a. und Volatilität 14.1%
 - Wenn (fälschlicherweise) Aktienmarkt als Benchmark, würde ein „Alpha“ von 2.95% resultieren.

Beispiel: Alpha oder Beta? (3)

- Produkt: ZKB Bondindex CHF **Single A Bonds** (Duration 5 - 7 Jahre).
- Benchmark: ZKB Bondindex CHF **Bundesobligationen** (Duration 5 - 7 Jahre).
- „Mehrwert“ ist kein Alpha sondern traditionelles Beta für das Tragen von Kreditrisiken.
- Alpha verschwindet bei richtiger Wahl der Benchmark.
- Lassen Sie sich kein β als α verkaufen!

Fazit: Alternative Anlagen ...

- erweitern des Anlagespektrums.
- beinhalten zusätzliche Renditekomponenten und zusätzliche Risiken.
- bieten Diversifikationspotential.
- werden mehrheitlich aktiv bewirtschaftet.
- erfordern aufwändige Suche nach Managern mit Alpha Potential.
- werden über Fund of Funds Lösungen (Diversifikation) umgesetzt.
- sind teurer als traditionelle Anlagen.