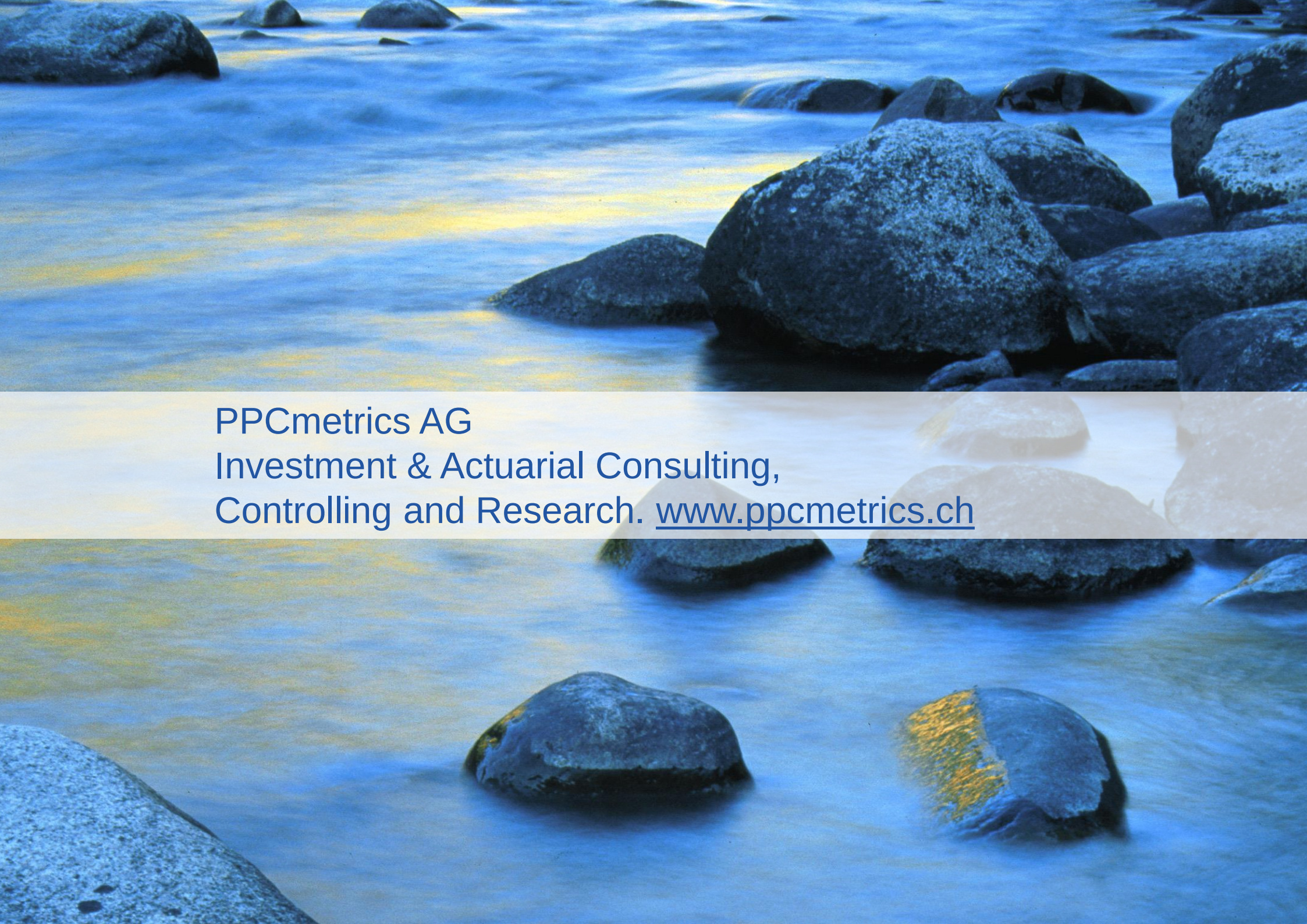


PPCmetrics AG
Investment & Actuarial Consulting,
Controlling and Research. www.ppcmetrics.ch

Alternative Anlagen: Mythen und Fakten

NAB-Seminar für Verantwortliche von Personalvorsorgeeinrichtungen

Dr. Andreas Reichlin, Partner
PPCmetrics AG
Financial Consulting, Controlling & Research

Lenzburg, 30. Oktober 2008

© PPCmetrics AG

Themenübersicht

	Seite(n)
• Einführung	3 - 5
• Hedge Funds	6 - 22
• Rohstoffe	23 - 31
• Mythen und Fakten: Fazit	32 - 34
• Anhang	35 - 36

Was verstehen wir unter Alternativen Anlagen?

ppc metrics

Traditionelle Anlagen

- Liquide Mittel
- Obligationen
- Hypotheken
- Aktien
- Immobilien

Alternative Anlagen

- Private Equity
- Hedge Funds
- Rohstoffe
- Infrastrukturanlagen
- ...

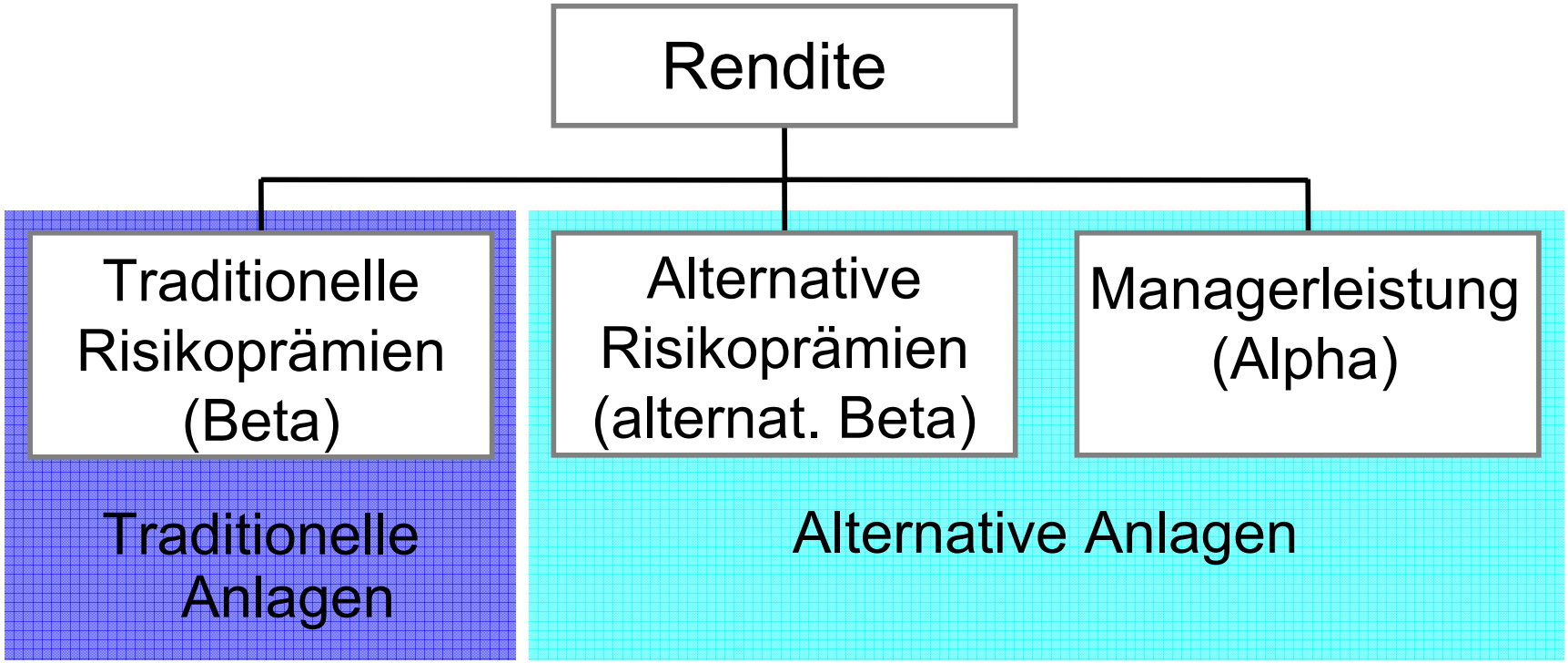
Anmerkung: Nachfolgend werden die Begriffe nicht traditionelle und Alternative Anlagen als Synonym verwendet.

© PPCmetrics AG

Warum Alternative Anlagen?

- Verbesserung des **Rendite-/ Risikoverhältnisses** auf Stufe Gesamtvermögen dank zusätzlichen Anlageklassen
- Breitere **Diversifikation** des Gesamtrisikos (insbesondere des Aktienrisikos)
- Risikoprämie nicht via traditionelle Anlagen erschliessbar, d.h. Erschliessung **neuer Renditequellen** (alternatives β)
- Hoffen auf überdurchschnittliche **Managerleistungen** (α)

Renditekomponenten von Alternativen Anlagen



Zinsrisiken
Aktienrisiken
Immobilienrisiken
…

Liquiditätsrisiken
Eventrisiken, Volatilitätsrisiken/Korrelationsrisiken
Rohstoffpreisrisiken, Versicherungsrisiken
…

➢ **Risikoprämien sollten möglichst unabhängig sein!**

© PPCmetrics AG

Alternative Anlagen: Hedge Funds

ppc metrics

Traditionelle Anlagen

- Liquide Mittel
- Obligationen
- Hypotheken
- Aktien
- Immobilien

Alternative Anlagen

- Private Equity
- Hedge Funds
- Rohstoffe
- Infrastrukturanlagen
- …

Anmerkung: Nachfolgend werden die Begriffe nicht traditionelle und Alternative Anlagen als Synonym verwendet.

Hedge Funds: Mythen oder Fakten?

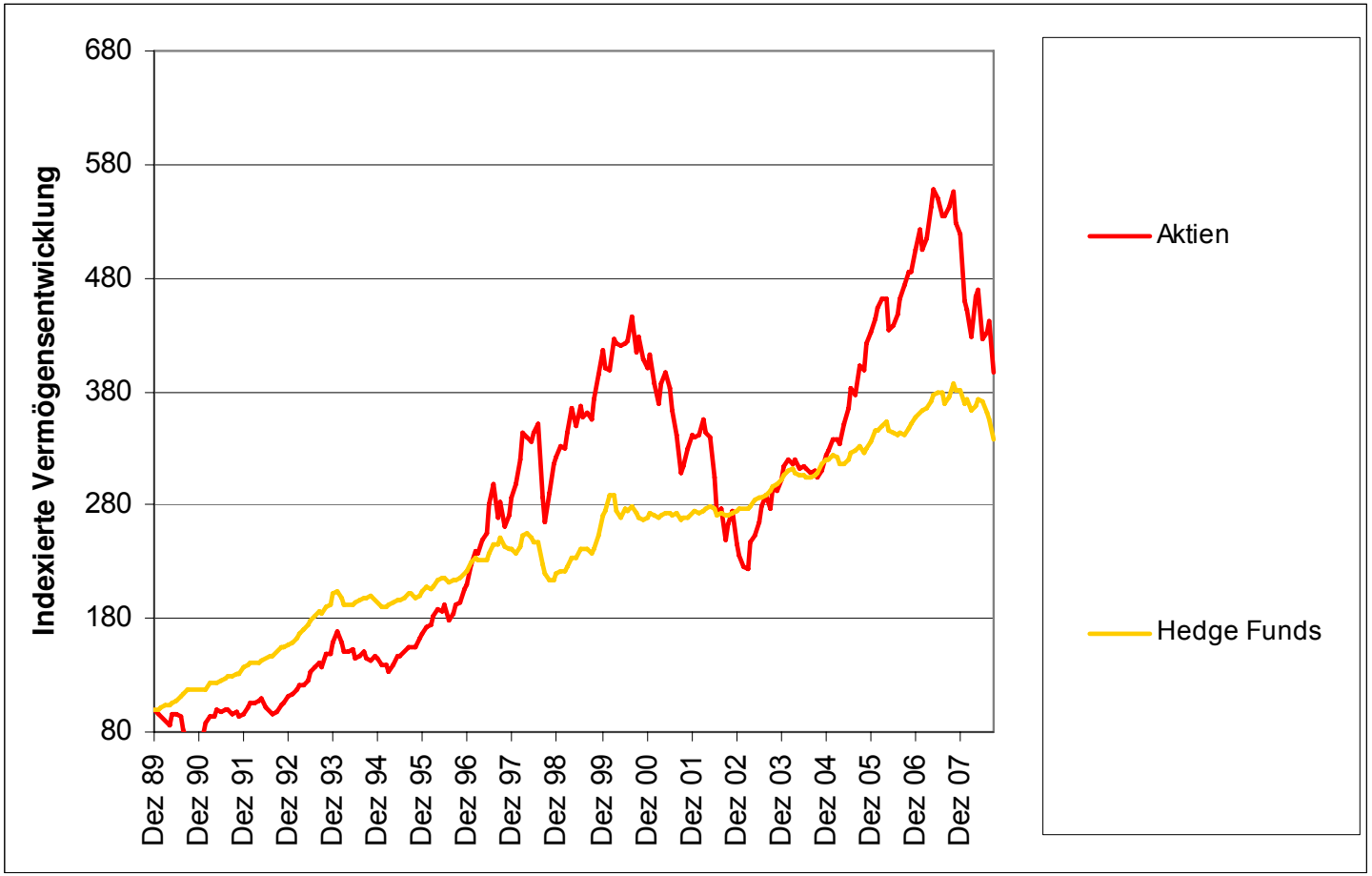
ppc metrics

- Hedge Funds …
  - erzielen in steigenden und fallenden Märkten **positive Anlageergebnisse**;
  - bieten **Kapitalschutz**;
  - haben ein **ähnliches Schwankungsrisiko wie Obligationen**, bei einer höheren Rendite;
  - beschäftigen die **erfolgreichsten Vermögensverwalter.**
- Hedge Funds: Stimmen aus der Praxis…
  - Das **kreative Element** in ihrem Portfolio (Homepage UBS).
  - Gehören in **jedes Depot** (Homepage CS).
  - Bieten in turbulenten Börsenzeiten, wie derzeit, **attraktive Möglichkeiten** (Handelszeitung, März 2008).

© PPCmetrics AG

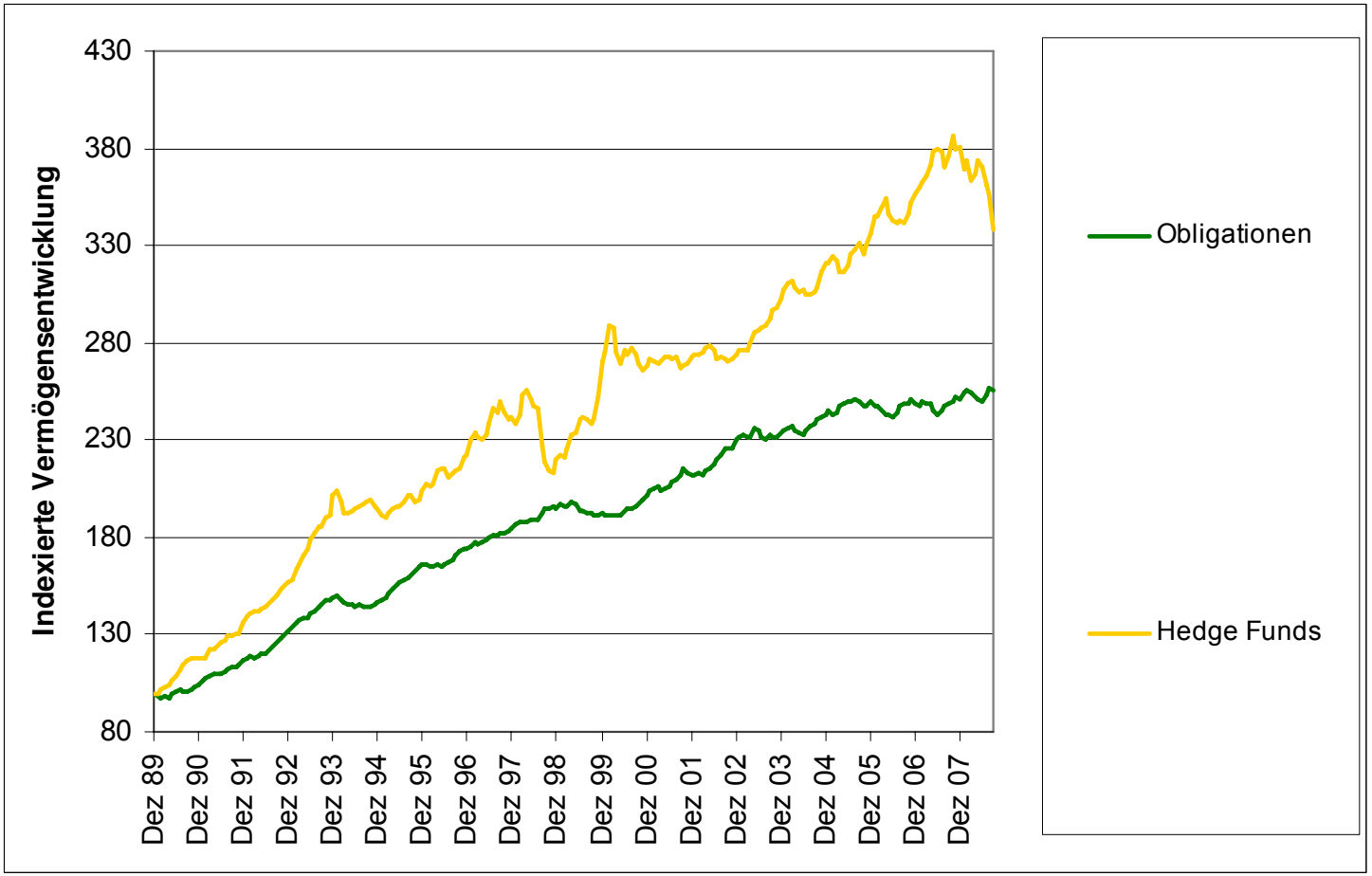
Hegde Funds: Mythen oder Fakten?

Hedge Funds: … too good to be true? (1)



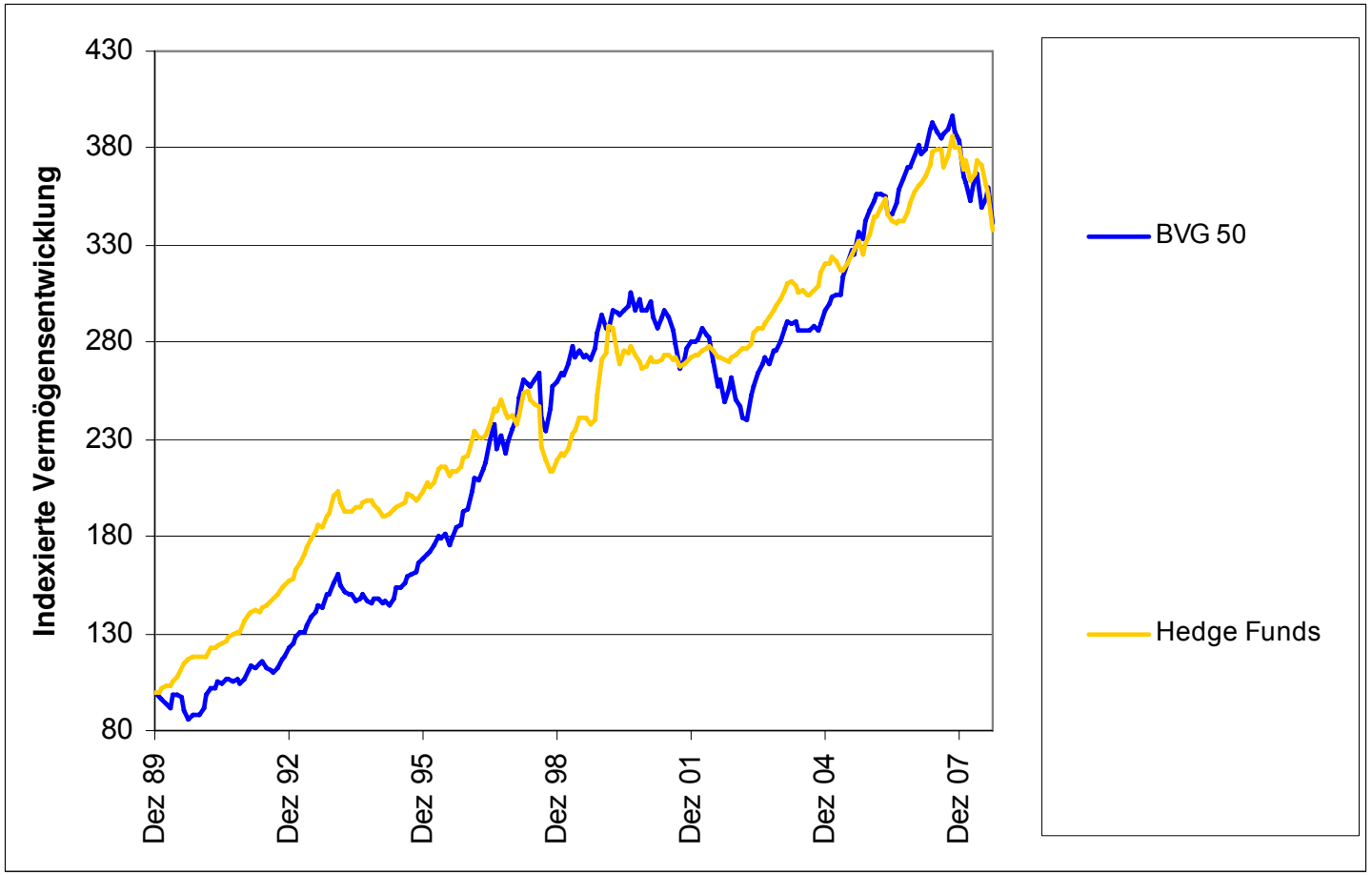
Quelle: Eigene Berechnungen; Aktien: 50% Schweiz, 50% Welt AC; Hedge Funds: HFRI Diversified hedged in CHF

Hedge Funds: … too good to be true? (2)



Quelle: Eigene Berechnungen; Obligationen: 50% CHF, 50% FW hedged; Hedge Funds: HFRI Diversified hedged in CHF

Hedge Funds: … und wenn die Tarnung fällt?



Quelle: Eigene Berechnungen; BVG 50: 25% Obl. CHF, 25% Obl. FW hedged, 25% Aktien CH, 25 Aktien Welt AC

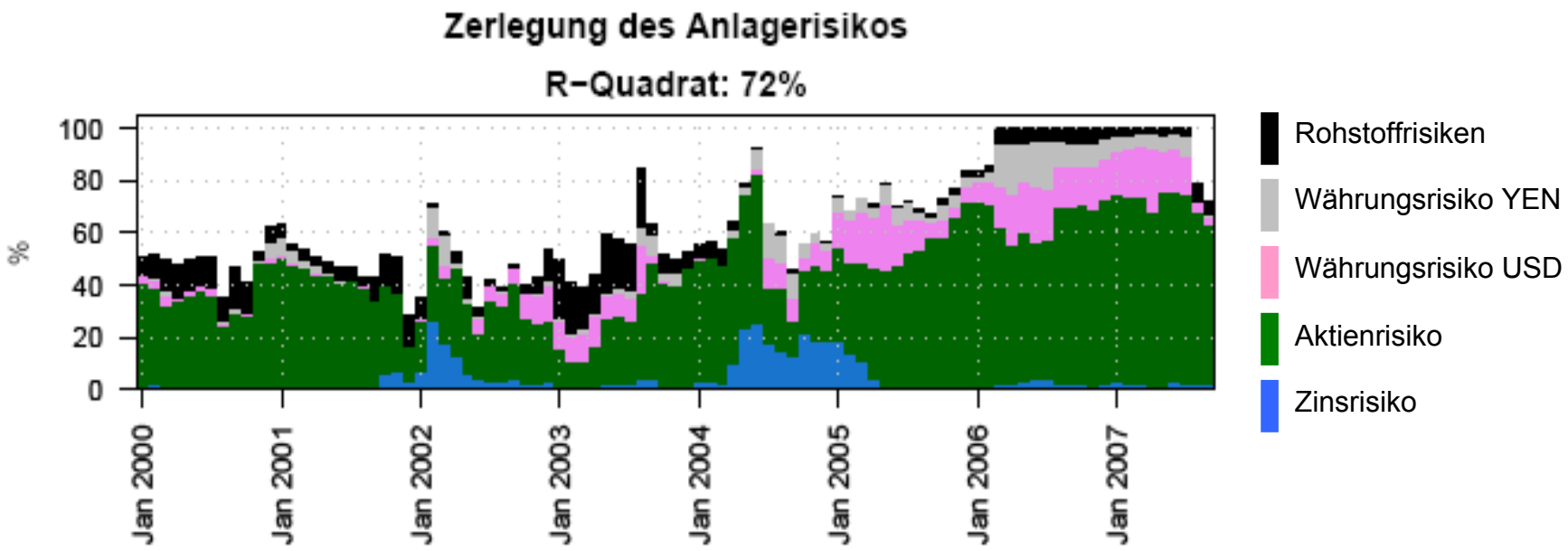
Hedge Funds: Multistrategie FoHF
Fakten (1)

Multi-Manager, Multi-Strategy Fund of Hedge Funds sind

1. gemischte Mandate (BVG-Mandate),
2. ohne taktische Bandbreiten,
3. wobei die Single Hedge Funds Manager viel mehr Spielraum besitzen (Fremdkapital, Derivate und Leerverkäufe),
4. keine Beschränkung betreffend Anlageuniversum haben (sowohl auf Ebene der Anlageklasse als auch titelspezifisch)
5. und dadurch keine „reell messbare“ Benchmark existiert.

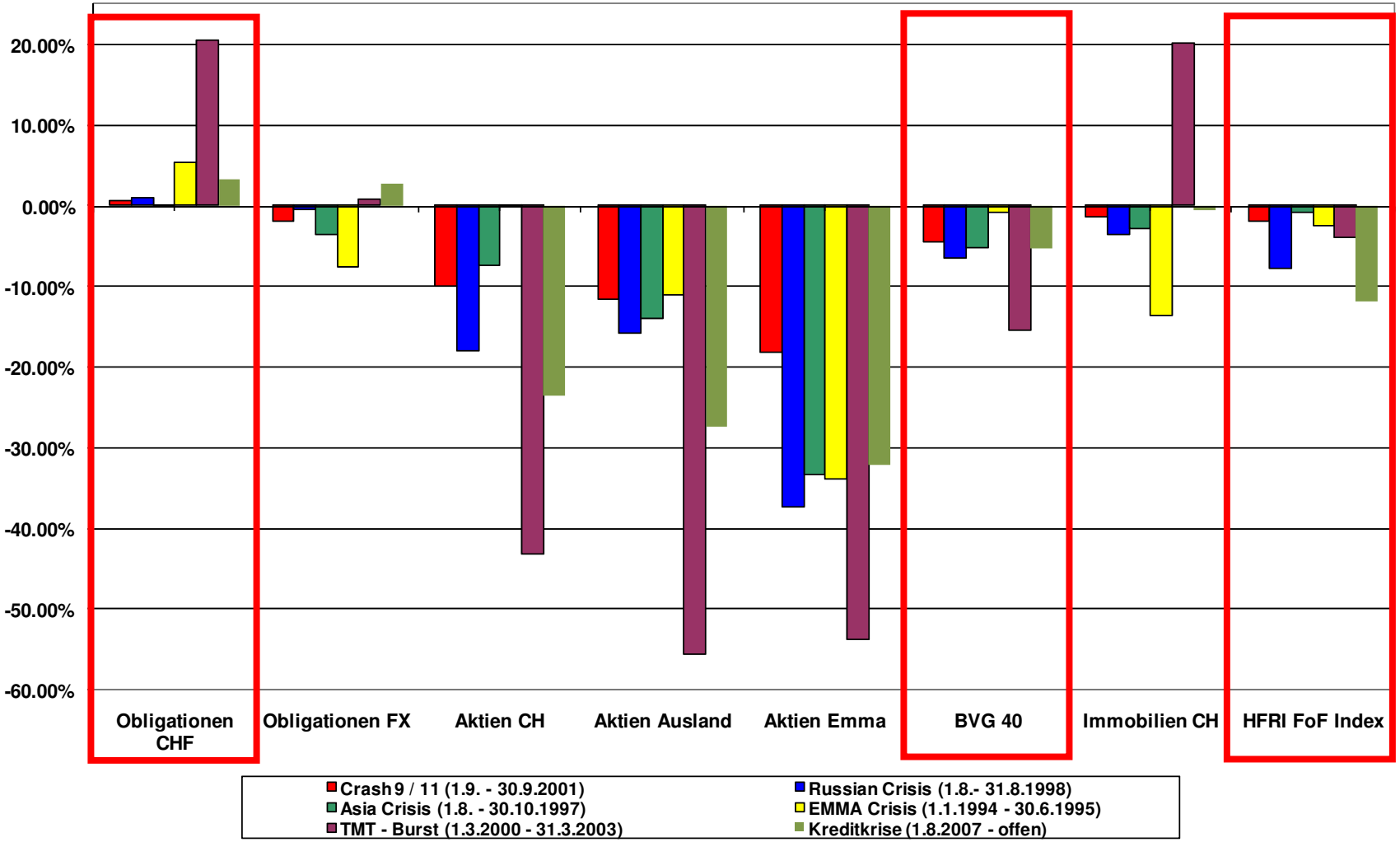
Hedge Funds: Multistrategie FoHF Fakten (2)

- Multistrategie Fund of Hedge Funds = **Kombination aus klassischen Anlagekategorien und Derivaten**
- Risikodekomposition des HFR Index Fund of Fund:



➢ **Aktienbeta: typischerweise 0.5**

Hedge Funds: Multistrategie FoHF
Fakten (3)



Hedge Funds: Mythen oder Fakten?
Fakten (1)

Periode (31.12.1989 - 30.09.2008)	BVG 50	Portfolios		
		Obligationen	Aktien	Hedge Funds
Rendite p.a.	6.77%	5.14%	7.63%	6.71%
Volatilität p.a.	8.54%	2.72%	16.96%	6.06%
Max. Draw Down	-21.48%	-3.89%	-49.70%	-16.29%
Recovery Period (Anzahl Monate)	56	26	65	41
Tiefste Monatsrendite	-8.55%	-1.89%	-18.52%	-8.04%
Reale Rendite p.a. (LIK CH)	5.04%	3.44%	5.89%	4.99%
Längste Sequenz positive Rendite	13	22	13	17
Längste Sequenz negative Rendite	5	6	5	7

Hedge Funds: Mythen oder Fakten?
Fakten (2)

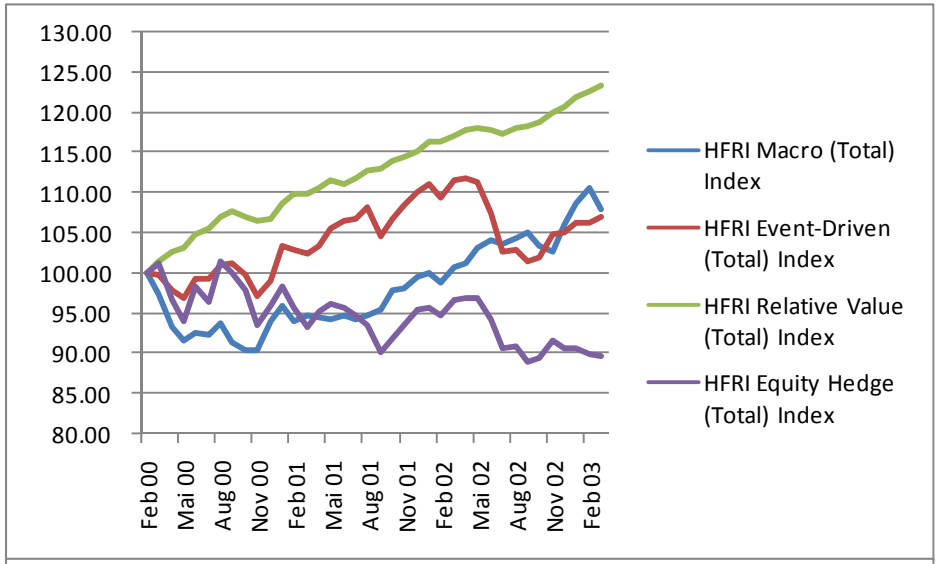
ppc metrics

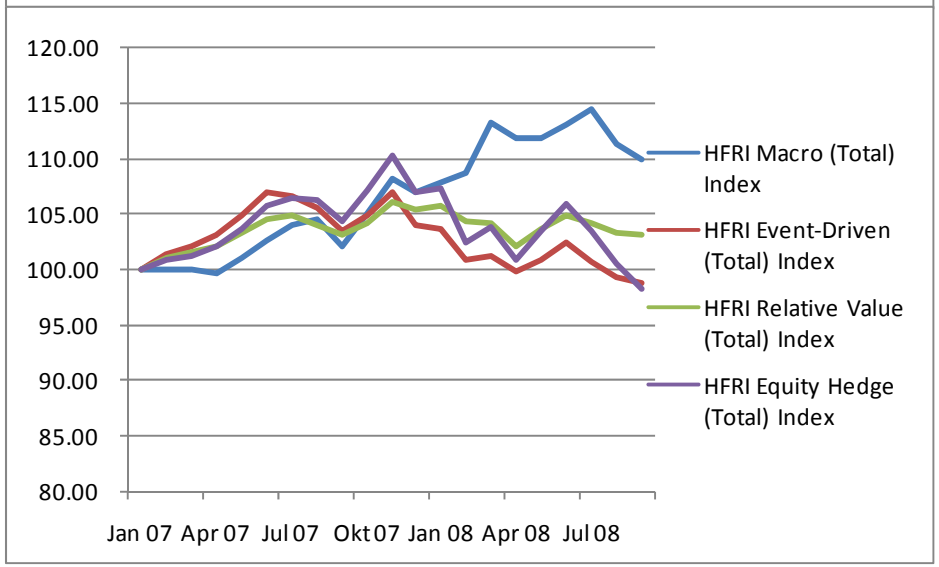
- Hedge Funds …
  - erzielen in steigenden und fallenden Märkten *positive Anlageergebnisse*;
    - Ist leider ein **Mythos** …
  - bieten *Kapitalschutz;*
    - Hängt vom Anlagehorizont ab. Kurzfristig, d.h. über ein Jahr = Mythos. Langfristig ja, nur **gilt dies für die meisten Anlagekategorien**.
  - haben ein *geringeres Schwankungsrisiko als Obligationen;*
    - Ist leider ein **Mythos** …
  - beschäftigen die brillantesten Vermögensverwalter.
    - Mehr dazu später

Hedge Funds: Fakten
Möglichkeiten für den Einsatz von Hedge Funds?

- Als Ergänzung in Portefeuilles mit tiefem Diversifikationsgrad
  - Erweiterung des Anlageuniversums um neue Anlagesegmente und Risikoprämien
  - Führt tendenziell zu „Erhöhung“ der „Long Positionen“ im Portfolio (➔ Abschöpfen der Risikoprämien).
- Als Ergänzung in Portefeuilles mit hohem Diversifikationsgrad
  - Diversifikationspotenzial ausgewählter Hedge Fund Stile
- Als Ersatz für traditionelle aktive Mandate
  - Markttiming, Titelselektion

Hedge Funds: Fakten
Diversifikationspotenzial ausgewählter HF-Stile





Dot.com- und 9/11-Krise

- HFRI Macro Index erweist sich als relativ krisenresistent!

Subprime- und Kreditkrise

Hedge Funds: Fakten – Umsetzung
Welche Zusatzrisiken gilt es zu beachten?

- Illiquiditätsrisiken („Lock-up Periods“)
- Operationelle Risiken
- Intransparenz
- Informationsasymmetrie
- „Principal Agent“ Probleme
- Systemrisiko
- „Fraud“
- Managerkönnen
- …

Hedge Funds: Fakten
Aktuelle Herausforderungen

ppc metrics

- Fehlende Marktliquidität bei hohen Kapitalrückzügen
- Zunehmende Regulierung
- Verbot von Short Sales
- Rückgang des Fremdkapitaleinsatzes („Deleveraging“)

➢ Die Rahmenbedingungen ändern sich.

➢ Ist das Geschäftsmodell der Hedge Funds auch weiterhin erfolgreich?

Zum Schluss: Kochbuchrezept für HF-Anbieter … und solche die es werden wollen …

- Es bleibt noch eine Behauptung unbeantwortet …
- Hedge Funds beschäftigen nur die erfolgreichsten Vermögensverwalter.
- Dazu eine grundsätzliche Überlegung
  - Es gibt über 8000 Single Funds und 2000 Fund of Hedge Funds
  - Glauben Sie es ist vernünftig anzunehmen, dass all diese Manager überdurchschnittlich intelligent sind?
- Und ein Kochbuchrezept …

Why today‘s hedge fund industry may not survive (FT, M. Wolf, 19.3.08)

Alternative Anlagen: Rohstoffe

ppc metrics

Traditionelle Anlagen

- Liquide Mittel
- Obligationen
- Hypotheken
- Aktien
- Immobilien

Alternative Anlagen

- Private Equity
- Hedge Funds
- Rohstoffe
- Infrastrukturanlagen
- …

Anmerkung: Nachfolgend werden die Begriffe nicht traditionelle und Alternative Anlagen als Synonym verwendet.

© PPCmetrics AG

Definition Rohstoffe / Commodities

Rohöl

Weizen

Sojabohnen

Kakao

Kupfer

Baumwolle

Rohstoffe / Commodities

Baumwolle

Mais

Schweinebäuche

Zucker

Kohle

- Commodities = Anlagen, deren Preisschwankungen primär von Güterpreisen abhängen.
- Investitionsformen
  - Direktanlagen, Aktien von Rohstoffproduzenten, Derivate

Rohstoffe: Renditen der Sektoren

ppc metrics

Renditevergleich (1.1.1994 bis 30.09.2008)

	Rendite kumuliert	Rendite p.a.	Volatilität p.a.
Agriculture	-41.67%	-3.63%	19.32%
Energy	420.36%	11.97%	31.53%
Ind. Metals	187.04%	7.49%	19.56%
Livestock	-44.43%	-3.95%	18.32%
Prec. Metals	90.05%	4.50%	14.35%

(in CHF)

Korrelationsmatrix (1.1.1994 bis 30.09.2008)

	Agriculture	Energy	Ind. Metals	Livestock	Prec. Metals
Agriculture	1.00				
Energy	0.19	1.00			
Ind. Metals	0.35	0.21	1.00		
Livestock	0.30	0.14	0.27	1.00	
Prec. Metals	0.31	0.19	0.39	0.22	1.00

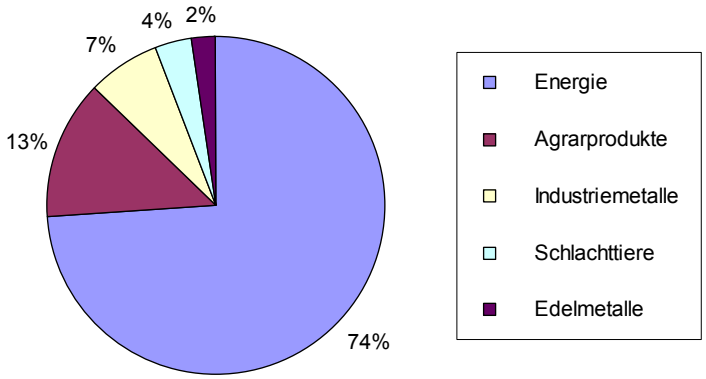
- Unterschiedliche Renditen, Volatilitäten und Korrelationen

➢ Welche Kombination ist geeignet?

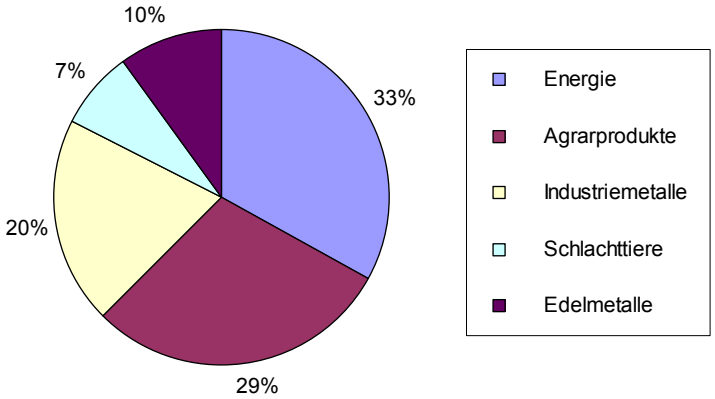
© PPCmetrics AG

Rohstoffe: Sektorallokationen der Benchmark

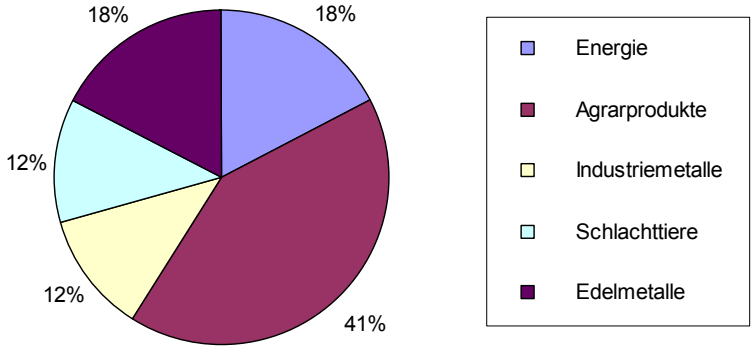
S&P GSCI TR Index



DJ AIG Index



CRB/Reuters Index



Rohstoffe: Mythen oder Fakten?

- Rohstoffe …
  - bieten **Diversifikationspotenzial** im Portfolio-Kontext;
  - bieten Schutz in Finanzmarktkrisen („**Equity Hedge**“);
  - bieten Schutz vor Inflation („**Inflation Hedge**“).

Rohstoffe: Diversifikationspotenzial
Fakten

Korrelationsmatrix (1.1.1994 bis 30.09.2008)

	DJ AIG TR	S&P GSCI TR	CRYTR	SBI	SPI	MSCI	EMMA
DJ AIG TR	1.00						
S&P GSCI TR	0.89	1.00					
CRYTR	0.96	0.92	1.00				
SBI	-0.07	-0.06	-0.11	1.00			
SPI	0.24	0.12	0.21	-0.05	1.00		
MSCI	0.44	0.30	0.42	-0.12	0.79	1.00	
EMMA	0.49	0.35	0.48	-0.12	0.64	0.82	1.00

(in CHF)

- Historisch galt: Je höher der „Energieanteil“ ist, desto besser ist es für die Diversifikation.

➢ Diversifikationspotenzial vorhanden.

Rohstoffe: Verhalten in Krisensituationen
Fakten

ppc metrics

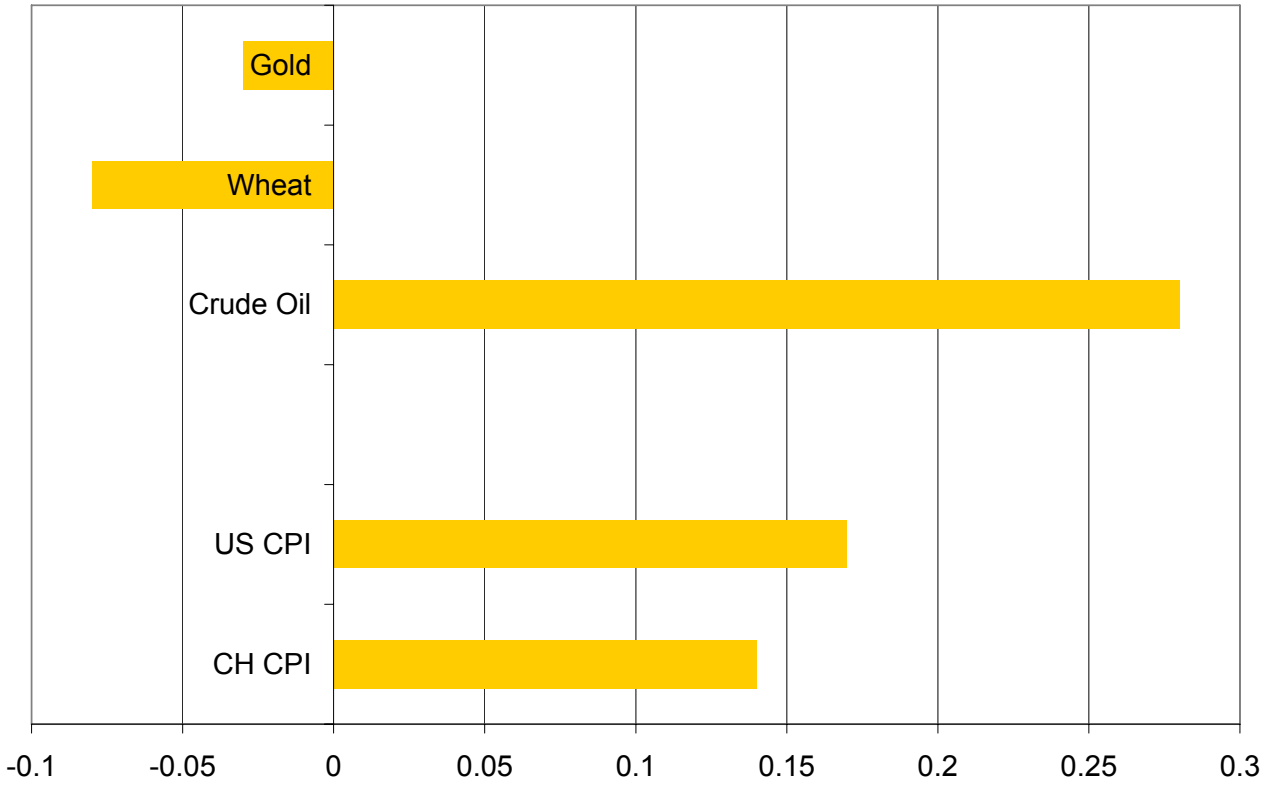
Rendite in Krisensituationen

	DJ AIG TR	S&P GSCI TR	CRYTR	SBI	SPI	MSCI	EMMA
Emerging Markets Krise (1.1.1994 - 30.6.1995)	-8.21%	-18.79%	-6.30%	5.28%	-0.05%	-11.05%	-33.85%
Asien Krise (1.8.1997 - 31.10.1997)	-6.32%	-0.22%	-4.03%	-0.17%	-7.40%	-13.98%	-33.44%
Russland Krise (1.8.1998 - 31.8.1998)	-9.38%	-8.96%	-8.74%	1.00%	-18.07%	-15.92%	-37.43%
Crash 9/11 (1.9.2001 - 30.9.2001)	-9.34%	-13.43%	-10.74%	0.56%	-10.02%	-11.69%	-18.14%
TMT-Burst (1.3.2000 bis 31.3.2003)	4.41%	0.65%	8.56%	19.15%	-39.33%	-52.79%	-53.49%
Kreditkrise (1.4.2007 bis 30.9.2008)	-6.11%	16.95%	4.93%	1.25%	-22.55%	-25.31%	-18.93%

(in CHF)

- Bei extremen Bewegungen der traditionellen Anlagemärkte ist das Verhaltensmuster der Rohstoffindizes nicht eindeutig.

Rohstoffe: Schutz vor Inflation
Fakten



Tiefe Korrelationen zwischen dem GSCI und CPI

➢ Kein systematischer Schutz vor Inflation

Rohstoffe: Fazit

- Für Rohstoffe spricht **Diversifikationspotenzial**.
- Verhalten in extremen Krisensituationen sowie Inflationsschutz nicht eindeutig.
- Zu beachten:
  - Hohe Wertschwankungen
  - Renditepotenzial begrenzt: positive Risikoprämie und Erwartung steigender Rohstoffpreise umstritten.
- Bei Umsetzung zu analysieren:
  - Wahl Benchmark: Anteil Energie
  - Anlagevehikel: Gegenparteirisiken, Bewirtschaftung Collateral
  - Anlagestil: indexiert – aktiv

Alternative Anlagen: Fazit (1)

- Zentrale Fragen beim Einbezug neuer Anlagekategorien:
  - Wird eine **systematische Risikoprämie** erwirtschaftet?
  - Ist die Risikoprämie wirklich **neu**?
  - Können die **Risiken** adäquat beurteilt werden?
  - Sind die **Zusatzrisiken** tragbar?
  - Ist eine **zweckmässige Umsetzung** möglich?
  - Stimmt das Verhältnis aus **Zusatzertrag, Zusatzrisiken und Zusatzaufwand**?

Alternative Anlagen: Fazit (2)

- Hedge Funds und Commodities ...
  - erweitern das Anlagespektrum;
  - beinhalten zusätzliche Renditekomponenten und zusätzliche Risiken;
  - bieten Diversifikationspotenzial

  und können daher eine **sinnvolle Ergänzung** des Portfolios sein.
- Der **Nutzen** wird allerdings **gerne überschätzt**.

Alternative Anlagen: Fazit (3)

- Die **Umsetzung** ist ...
  - arbeitsintensiver als bei traditionellen Anlagen;
  - bedarf entsprechender Ressourcen;
  - erfordert eine Abwägung der Zusatzrisiken und des Zusatznutzens;
  - erfordert eine Analyse der Zusatzkosten;
  - muss in zweckmässiger Gesamthöhe und mit handhabbarer organisatorischer Struktur möglich sein.
- Die **Wahrnehmung der Führungsverantwortung** der verantwortlichen Organe muss durch verständliche und nachvollziehbare Informationen der Fachexperten gewährleistet sein.

➢ **Überprüfung von Expertenmeinungen** auf Plausibilität und Widerspruchsfreiheit

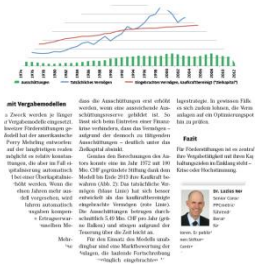
➢ Im Zweifellsfalls „**Nein**“ sagen!

Anhang
Hedge Funds: Zusammenfassung

Rendite-/Risikobeitrag	Anlageziel abhängig von der verfolgten Strategie. Typischerweise Fokus auf Erzielen einer absoluten Rendite. Möglicher Diversifikationsbeitrag über Erschliessung neuer Anlagekategorien. Möglicher Renditebeitrag aus hoch-aktiver, taktischer Steuerung der A
Alpha-Potenzial Managerrisiko	Alpha-Potenzial vorhanden. Hohe managerspezifische Risiken (Finanzmarktrisiken, operationelle Risiken), Managerselektion von grosser Bedeutung.
Produktrisiken (Liquidität, Rechtsform usw.)	Tiefere Liquidität als traditionelle Anlagen. Kapitalrückzahlung typischerweise quartalsweise mit "Lock up" für erstes Jahr. Typischerweise Offshore Limited Partnership bzw. Anlagefonds.
Beanspruchung PK	Hoch: komplexe Anlagekategorie, komplexes Vertragswesen.
Controlling-Aufwand	Höher als bei traditionellen Mandaten.

Anhang
Rohstoffe: Zusammenfassung

Rendite-/Risikobeitrag	Anlageziel: Diversifikation (historisch tiefe Korrelation). (Umstrittene) Risikoprämie am Futures-Markt (implizite Versicherungsprämie) Volatilität allerdings im Bereich von internationalen Aktien.
Alpha-Potenzial Managerrisiko	Priorität liegt bei Diversifikation, daher oft passive bzw. regelbasierte Umsetzung. Wahl Index bzw. Gewichtung der Rohwarensegmente aktiver Entscheid. Managerrisiko abhängig von Produkt und Anlagestil.
Produktrisiken (Liquidität, Rechtsform usw.)	Abhängig von Produkt und Anlagestil. Zusätzlich Gegenparteirisiko (Zertifikat), Gegenpartei- und Zinsrisiko (Notes) sowie Risiko aus Bewirtschaftung Collateral.
Beanspruchung PK	Höher als bei traditionellen Mandaten.
Controlling-Aufwand	Höher als bei traditionellen Mandaten.



Publika-tionen

Jährlich publizieren wir mehr als 40 Fachartikel zu unterschiedlichen Fragestellungen.

Videos

Unsere Fachleute teilen ihr Wissen und ihre Meinungen mit der Öffentlichkeit.

Tagungen

Erleben Sie uns live an den diversen Tagungen, die wir mehrmals jährlich organisieren.

Website

PPCmetrics AG
Investment & Actuarial Consulting, Controlling and Research. **Mehr**