



FONDSVERTRIEB

DER INVESTMENTSPEZIALIST FÜR VERSICHERUNGSPARTNER

NEUE ZOOLOGIE DES RISIKO- MANAGEMENTS DER KAPITALANLAGE

ANTWORTEN AUF DIE NEUE MARKT- NORMALITÄT!

OKTOBER 2010

Inhalt

Neue Zoologie des Risikomanagements der Kapitalanlage	3	Schwäne sind nicht (nur) weiß	9
Schwarzer Schwan: alte Normalität versus neue Normalität	4	„Nicht alle Eier in einen Korb legen“	12
„Long-only“-Prinzip nicht mehr die Ultima Ratio	5	Im Umgang mit schwarzen Schwänen	14
Traditionelle Risikomodelle verfehlen Praxistest	6	Advanced Return-Investmentlösungen	15
Abschied vom „Homo oeconomicus“ ...	7	Risikomanagement	16
... heißt Abschied von perfekten Märkten.	7	Investieren von Alpha bis Omega	19
		Der Omegafaktor der Kapitalanlage	20
		FondsEcke	9



Neue Zoologie des Risikomanagements der Kapitalanlage

Märkte sind effizient und Anleger rational – so der Konsens. Aber handelt es sich dabei um Tatsachen oder Glaubensdogmen? Bilden traditionelle Risikomodelle für Kapitalanlagen Extremereignisse – schwarze Schwäne – adäquat ab?

Stellen Sie sich vor, Sie sind Kandidat bei der Quiz-Show „Wer wird Millionär?“. Sie sind weit gekommen und der Moderator stellt Ihnen die Millionenfrage: „Wie hieß die letzte Frau des letzten Kaisers von China?“ Sie ziehen den 50:50-Joker und als Alternativen bleiben B: „Li Shuxian“ und C: „Wang Jung“ übrig. Wie entscheiden Sie sich?

Herzlich willkommen im Risikomanagement der Kapitalanlage! Denn auch beim Portfoliomanagement geht es im Wesentlichen um das Managen von Risiken. Und nur das

Wissen um mögliches Risiko kann das tatsächliche Risiko beherrschbar machen.

Im Gegensatz zum Quiz oder dem klassischen Münzwurf ist die Risikoanalyse im Portfoliomanagement leider nicht ganz so trivial. Die wirtschaftlichen Zusammenhänge sind sehr komplex, die Kapitalmärkte reagieren häufig nicht vorhersehbar und Emotionen sind ebenso mit vom Spiel. Gerade die jüngste Finanzmarktkrise hat Anleger vor Augen geführt, wie wichtig ein Risikomanagement bei der Kapitalanlage ist.

Summa Oeconomica

- > Beim Portfoliomanagement geht es im Wesentlichen um das Managen von Risiken. Denn nur das Wissen um mögliches Risiko kann das tatsächliche Risiko beherrschbar machen.
- > Im Zuge der Finanzmarktkrise – dem schwarzen Schwan – stehen traditionelle Investmentparadigmen auf der Kippe:
 - Das Long-only-Prinzip scheint bei der Kapitalanlage nicht die einzige Ultima Ratio.
 - Traditionelle Risikomodelle können nicht alle Risiken adäquat abbilden.
 - Die Diversifikation hat im Zuge der Krise Schwächen gezeigt.
- > Annahmen herkömmlicher Risikomodelle wie die Normalverteilung von Kursen, konstanter Einflussparameter oder perfekter Märkte sind Fabelwesen und real nicht existent.
- > Die Finanzweisheit „Niemals alle Eier in einen Korb legen“ besitzt zwar ihre Gültigkeit, dennoch kann Diversifikation Verluste nicht immer vermeiden.
- > Moderne Investmentlösungen – „Neue Körbe“ – wie z. B. Advanced- bzw. Absolute Return-Strategien können dem Investor zusätzliche Renditechancen eröffnen, die weitestgehend unabhängig von Marktschwankungen sind.
- > Mithilfe einer regelgebundenen Risikosteuerung können Extremrisiken vermieden und gleichzeitig für den Anleger je nach Präferenz optimale Profile generiert werden.
- > Investieren in der „Neuen Normalität“ heißt also ganzheitlich investieren – von Alpha bis Omega. Es geht darum,
 - die Marktexpertise des aktiven Managers zu nutzen und Alpha zu generieren,
 - die Risikoprämien des Marktes (Beta) zu verdienen,
 - sich weitestgehend (jenseits von Beta) den Marktrisiken entweder mit marktneutralen Strategien und/oder mit einer regelgebundenen Risikokontrolle zu entziehen.

Es geht um den Omegafaktor der Kapitalanlage.

Schwarzer Schwan: alte Normalität versus neue Normalität

Zoologisch ein Kuriosum, eine Katastrophe für die Risiko-steuerung: „Schwarze Schwäne“ sind eine Metapher für das unvorhergesehene Ereignis, das alle Erwartungsparameter sprengt und die schönste Gaußsche Normalverteilung durcheinanderbringt.

Auch die jüngste Finanzmarktkrise qualifiziert sich als schwarzer Schwan, in deren Schlepptau traditionelle Investmentparadigmen kippen und sich neue Denkansätze etablieren:

- > **Long-only“-Prinzip** bei der Kapitalanlage scheint nicht die einzige Ultima Ratio.

- > **Traditionelle Risikomodelle** können Risiken nicht adäquat abbilden.

- > **Diversifikation** hat im Zuge der Krise Schwächen gezeigt.

Gerade die aktuelle Finanzmarktkrise macht dabei bewusst: Die global vernetzten Finanzmärkte werden von nicht-linearen Entwicklungen geprägt, d. h., Strukturbrüche in der Weltwirtschaft treten immer häufiger auf – mit der Gefahr von Kettenreaktionen und Verwerfungen an den weltweiten Kapitalmärkten. Investoren müssen sich auf das Unvorher-sehbare vorbereiten. Das heißt auch, dass Anleger Denkmuster aufbrechen und traditionelle Risikomodelle einer kritischen Würdigung unterziehen sollten.

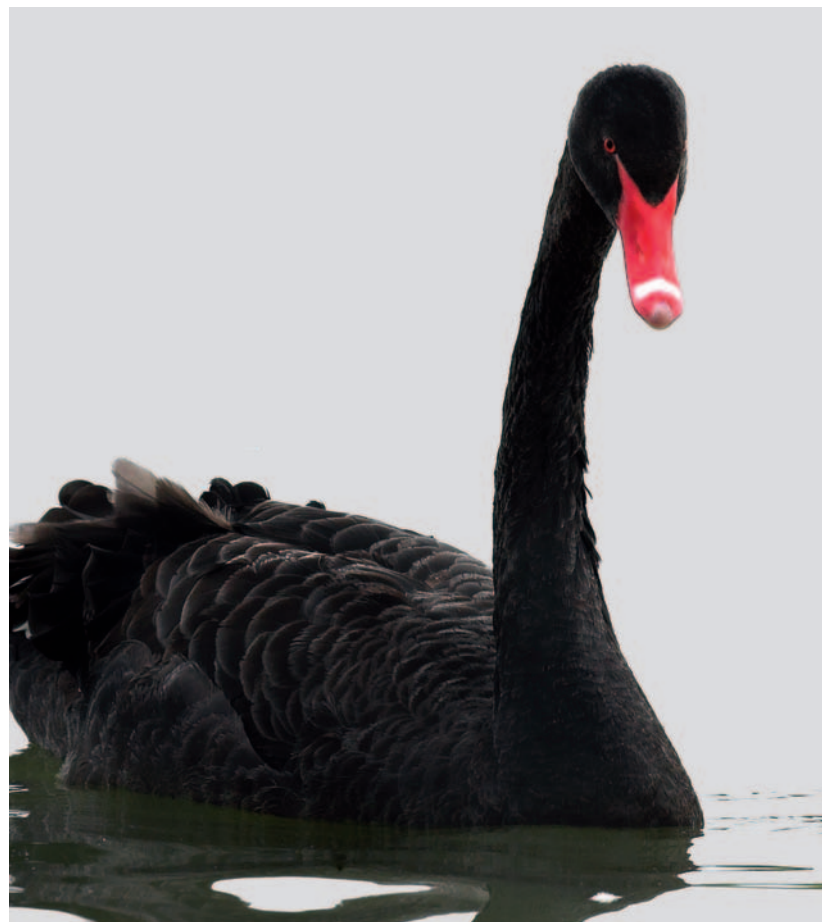
Werfen wir einen Blick auf traditionelle Investmentparadigmen.

Risikoanalyse der Millionenfrage bei „Wer wird Millionär?“

Betrachten wir noch einmal die Ausgangssituation Ihrer Millionenfrage bei „Wer wird Millionär?“. Wie steht es um Ihre Risiken als Teilnehmer?

Sie können die Sicherheitsvariante wählen, in dem Sie aufstehen, gehen und 500.000 Euro sicher mitnehmen. Oder Sie gehen das Risiko ein und raten. Entweder Sie gewinnen 1.000.000 Euro oder Sie fallen auf 16.000 Euro zurück. Der statistische Erwartungswert liegt mit 508.000 Euro ($50\% \times 1.000.000 \text{ Euro} + 50\% \times 16.000 \text{ Euro}$) um 8.000 Euro höher als bei der Sicherheitsvariante. Rein rational betrachtet, ist es ratsam, zu „zocken“.

Jüngste Finanzmarktkrise qualifiziert sich als schwarzer Schwan



„Long-only“-Prinzip nicht mehr die Ultima Ratio

Ein Blick auf die Zehnjahresperformance von Aktien zum Kurstief im März 2009 zeigt, dass Anleger mit Aktien nichts verdienen konnten (siehe Schaubild 1). Ganz im Gegenteil, sie haben sogar Vermögen vernichtet. Gemessen am S&P 500 für US-Aktien haben sie Verluste von rund 7% pro Jahr im Zeitraum 1999 bis März 2009 erlitten. Eine außergewöhnlich negative Performance – ein schwarzer Schwan –, die niedrigste Zehnjahresperformance des zurückgerechneten S&P 500 seit knapp 200 Jahren!

Welche Erkenntnisse konnten die Anleger daraus ziehen? Zum einen hat es gezeigt, dass Anlageempfehlungen, wie die des Finanzexperten Kostolans, „Aktien kaufen und Schlafmittel nehmen – wenn Sie wieder aufwachen, haben Sie Geld verdient“, kritischer betrachtet werden müssen. Vielmehr scheint es gerade in volatilen Kapitalmärkten wichtig, die Märkte einer fundamentalen kritischen Analyse zu unterziehen und mit aktivem Management flexibel auf die Markt-

gegebenheiten reagieren zu können. Gewinne mitnehmen bzw. Verluste begrenzen sind Investmentparadigmen, die nicht so schnell kippen sollten.

Zum anderen haben die Kursentwicklungen der Aktienmärkte in den letzten 10 Jahren gezeigt, dass es sich auszahlt, wenn man als Anleger den Mut besitzt, gegen den Strom zu schwimmen: verkaufen, wenn alle anderen kaufen, und kaufen, wenn die Panik am größten ist.

Traditionelle Risikomodelle verfehlen Praxistest

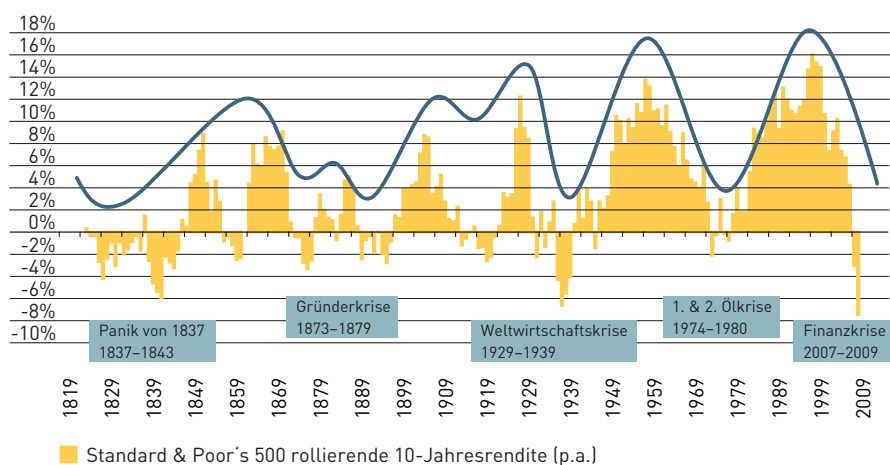
Die (Finanz-)Welt, für die uns herkömmliche Risikomodelle rüsten wollen, hat wenig zu tun mit der Welt, in der wir leben. Klassische finanzmathematische Risikomodelle und Bewertungstools aus den finanzwirtschaftlichen Lehrbüchern, wie die Portfoliotheorie nach Markowitz, das Modigliani-Miller-Theorem zur Unternehmensfinanzierung oder die Black-Scholes-Formel zur Berechnung von Derivaten, helfen uns zwar, Zusammenhänge besser verstehen zu können, die realen Risiken bilden sie allerdings nicht adäquat ab. Gerade

die jüngste Finanzkrise hat das gezeigt. Das Fatale dabei: Extremrisiken werden systematisch unterschätzt. Das liegt vor allem an den zugrunde liegenden Annahmen der Modelle, die in der Realität nicht vorzufinden sind. So wird unterstellt:

1. Marktteilnehmer handeln **rein rational und sind alle gleich**
2. Märkte sind „**perfekt**“
3. Kursveränderungen folgen einer **Normalverteilung**
4. Kursveränderungen sind **statistisch unabhängig**
5. Korrelationen/Beta-Werte/Volatilitäten/risikofreier Zins sind **konstant**

Aber stimmt das?

Schaubild 1: Performance S&P 500 seit 1814



Keine Prognose für die Wertentwicklung einer Fondsanlage; Quelle: Datastream; Darstellung: Kapitalmarktanalyse

Abschied vom „Homo oeconomicus“ ...

Wirtschaftssubjekte, und Anleger allzumal, handeln rational. Sie trachten danach ihren Nutzen zu maximieren. So das vorherrschende Denkkonstrukt des „Homo oeconomicus“, der die Referenzgröße finanzmathematischer Modelle bildet.

Richtig ist sicher: Menschen handeln auch rational, aber eben nicht nur. Schon der evolutionsbedingte Aufbau unseres Gehirns, in dem Emotionen auf kühle Überlegungen treffen, spricht gegen diese Grundannahme der gängigen Lehre. Wir sind Menschen, keine Vulkanier. Kein Mr. Spock vom Raumschiff Enterprise.

Unter anderem die Finanzmarktkrise zeigt eine ganze Serie an Verhaltensmustern von Anlegern, sogenannten „Anomalien“, wie wir sie aus der Lehre des **„Behavioral Finance“** kennen. Anomalien, die gegen die Grundannahme rationalen Verhaltens verstoßen.

Zu nennen sind hier der Herdentrieb und die Selbstüberschätzung, die uns glauben lässt, Entwicklungen kontrollieren zu können, die sich unserer Kontrolle entziehen. Ein weiteres Beispiel ist auch der „Hindsight Bias“ – die „Hinterher-sind-wir-alle-klüger-Haltung“, die uns im Nachhinein annehmen lässt, wir hätten die Krise ja schon kommen sehen.

Und schließlich sind Anleger in der Regel verlustavers und handeln eben nicht rein rational, das heißt, steigende Verluste wiegen schwerer als zusätzliche Erträge (siehe schematische Darstellung in Schaubild 2).

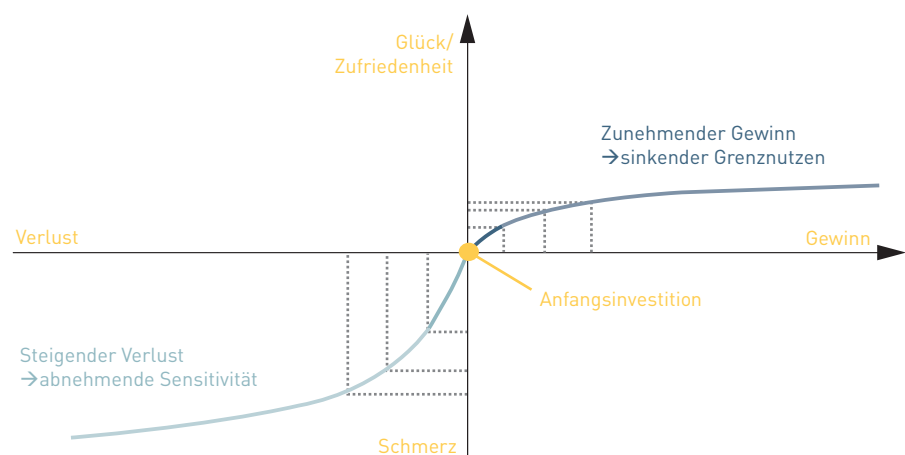
... heißt Abschied von perfekten Märkten.

Wie aber können Märkte perfekt sein, wenn die Marktteilnehmer nicht rein rational handeln? Ein Widerspruch, der sich nicht auflösen lässt. Die Perfekte-Markt-Hypothese ist eine Krücke, die uns bestenfalls humpeln lässt.

Das wird auch bei einer weiteren Grundannahme deutlich, auf der die Theorie des perfekten Marktes basiert: der Informationseffizienz. Sie geht je nach Ausprägung davon aus, dass alle Informationen bekannt und bereits in den Kursen enthalten sind. Im Falle dieser vollständigen Informationseffizienz wäre durch fundamentale Analyse keine Outperformance möglich. Alle Informationen wären zum gleichen Zeitpunkt bekannt, würden gleich bewertet und bildeten die Kurse sofort.

Mehr zum Thema „Behavioral Finance“ lesen Sie in unserer Studie „Überliste dich selbst!“, abrufbar unter: www.adig.de/pdf/analysen-und-trends-ueberliste-dich-selbst.pdf

Schaubild 2: Verlustaversion der Anleger



Quelle: Andrew W. Lo „The Adaptive Markets Hypothesis“, 2005; Darstellung: Kapitalmarktanalyse

Wer aber analysiert in diesem Falle die Unternehmen und macht Informationen dadurch erst bewertbar? Muss derjenige, der analysiert, nicht einen Vorsprung haben, bevor sich Kurse bilden können?

Und: Wie werden Informationen verteilt und somit kursrelevant? Das ist an den Aktienmärkten, z. B. gemessen an der Zahl der Analysten, höchst unterschiedlich. Auf einen DAX-Titel kommen rund 40 Analysten, auf einen Wert des Aktienindex Shenzhen B für China hingegen nur einer (siehe Schaubild 3).

Auch wären nach der Theorie effizienter Märkte Investmentstile obsolet. Es gibt aber sehr wohl Phasen, in denen Werte mit geringer Marktkapitalisierung (Small Caps) gegenüber Werten mit hoher Kapitalisierung (Large Caps) dominieren oder umgekehrt. Es gibt Perioden, in denen der Value-Stil (werthaltige Aktien) gegenüber dem Growth-Stil (Wachstumsaktien) besser abschneidet und umgekehrt. Eine unserer Studien zeigt sogar, dass der Value-Stil in der Vergangenheit in der Lage war, unabhängig von beobachtbaren Marktphasen langfristig eine Outperformance zu erzielen.

Weitere Restriktionen eines perfekten Marktes, wie die Steuerfreiheit auf Kapitalerträge, gleiche Präferenzen aller Investoren sowie eine Finanzwelt ohne Transaktionskosten, verdeutlichen, dass es sich bei perfekten Märkten um Fabel-

wesen handelt, die ein Konstrukt der Wirtschaftstheorien darstellen.

Sicher ist: Anleger handeln nicht rein rational, Märkte sind nicht perfekt und Schwäne sind nicht (nur) weiß. Wir werden umdenken müssen.

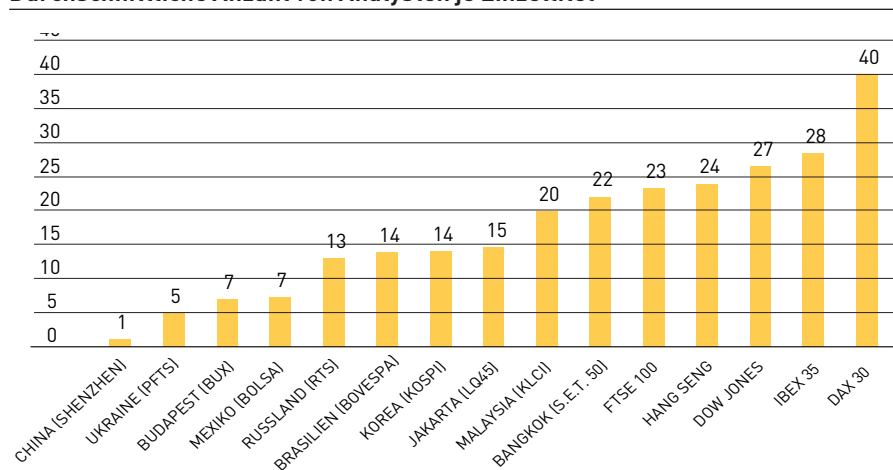
Schwäne sind nicht (nur) weiß

Es gibt sie, die schwarzen Schwäne, z. B. in Australien. Als die Europäer diesen Kontinent entdeckten, mussten sie sich verabschieden von ihrer alten, tradierten Erfahrung („Schwäne sind immer weiß“). Seither gelten schwarze Schwäne als Paradigma für unvorhersehbare Ereignisse, die – sobald sie auftauchen – alles ins Wanken bringen können. Nassim Taleb hat das mit seinem Bestseller „Der Schwarze Schwan“ in Erinnerung gerufen.

Die Finanzmarktkrise ist so ein schwarzer Schwan, die TMT-Bubble, der Schwarze Freitag 1929, ... Schwarze Schwäne treten häufiger auf, als man denkt und als die Normalverteilung vermuten lässt. So kann die Annahme traditioneller Risikomodelle, dass Kursveränderungen normalverteilt sind (sog. Gaußsche Normalverteilung), dem Praxis-Test nicht standhalten. Normalverteilung bedeutet nämlich, dass Preisschwankungen bei Wertpapieren gleichmäßig verteilt um

ihren (vergangenheitsbetrachteten) statistischen Mittelwert schwanken. In der Realität weisen sie jedoch nicht das Muster einer Glockenkurve auf, sondern schwanken ungleichmäßig. Dieses Modell der Wahrscheinlichkeitsverteilung blendet sogenannte „Fat Tail Risks“ (extreme Risiken, die außerhalb der Standardabweichung um den Erwartungswert liegen) bei den

Schaubild 3: Aktives Management – Mehrwert durch Fundamentalanalyse
Durchschnittliche Anzahl von Analysten je Einzeltitel



Lesen Sie auch unsere Studie „Aktives Management“, abrufbar unter: www.adig.de/pdf/portfoliopraxis-aktives-management.pdf

Schaubild 4: Perfekte Märkte – Fabelwesen

Käufer/Verkäufer können Preise nicht beeinflussen

Keine Steuern auf Kapitalerträge

Alle Informationen sind frei und kostenlos

Alle Investoren haben die gleichen Präferenzen

Alle Informationen sind sofort im Kurs reflektiert

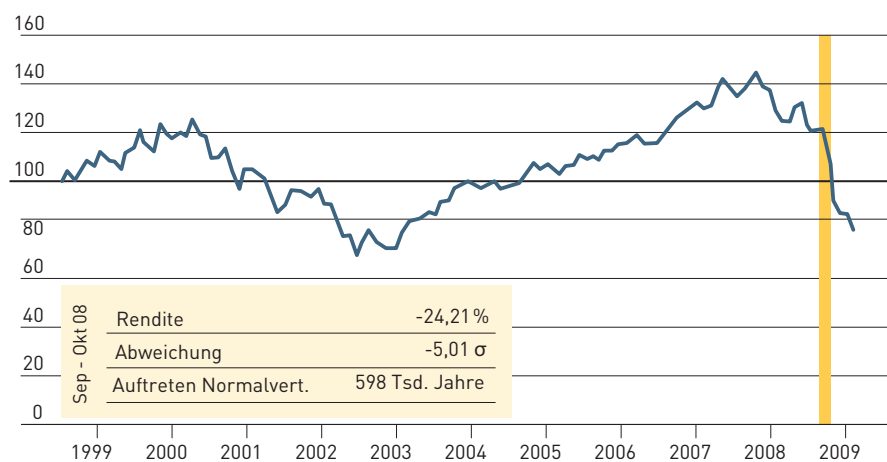
Es gibt keine Transaktionskosten

Perfekte Märkte existieren nicht! Sie sind ein Konstrukt der Wirtschaftstheorie

Darstellung: Kapitalmarktanalyse



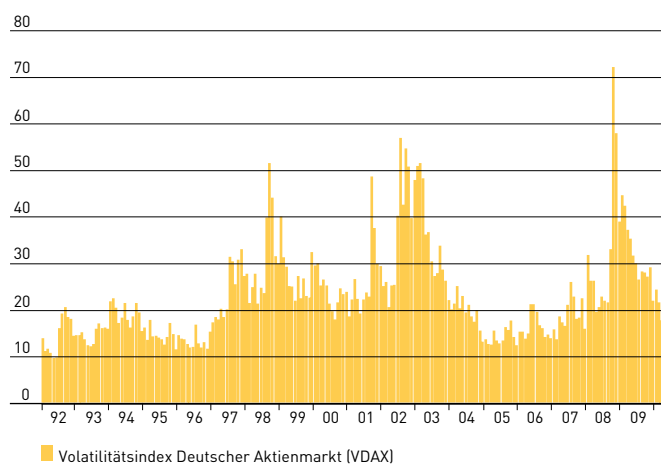
Schaubild 5: Normalverteilung unterschätzt das tatsächliche Risiko deutlich Kursentwicklung europäischer Unternehmensanleihen



Keine Prognose für die Wertentwicklung einer Fondsanlage; Quelle: risklab auf Basis von Bloomberg-Daten; Darstellung: Kapitalmarktanalyse

erwarteten Kursveränderungen weitestgehend aus: ein Fehler. Wer seine Risiken nach der Normalverteilungsannahme steuert, rechnet mit einem Crash, wie er im September/Oktober 2008 bei den europäischen Unternehmensanleihen schlechter Bonität vor kam, nur alle 247.000.000 Jahre. Auch der zeitgleiche Absturz des S&P 500 käme so betrachtet nur alle ca. 600.000 Jahre vor (siehe Schaubild 5). Wie schnell doch die Zeit vergeht. Dabei ist die Geschichte der Finanzmärkte auch die Geschichte der Finanzmarktkrisen.

Schwache Börsentage treten in Krisenzeiten gehäuft auf. Kein Wunder, denn ist das Vertrauen der Anleger erst einmal gebrochen, braucht es meist eine geraume Zeit, bis der nächste Aufschwung kommt. Übertragen heißt das: Märkte besitzen ein Gedächtnis, sodass die Annahme, dass Kursveränderungen statistisch unabhängig sind, nur einge-

Schaubild 6: Märkte besitzen ein Gedächtnis

Keine Prognose für die Wertentwicklung einer Fondsanlage;
Quelle: Datastream; Darstellung: Kapitalmarktanalyse

schränkt gilt. Im Gegensatz zum Münzwurf spielt die vorausgegangene Kursänderung an den Kapitalmärkten eine Rolle, wie sich sehr schön am Volatilitätsindex des deutschen Aktienmarktes (VDAX) im Schaubild 6 erkennen lässt. Sind die Marktturbulenzen ausgeprägt, so ist die Wahrscheinlichkeit groß, dass auch in der Folgeperiode mit einer hohen Volatilität an den Märkten zu rechnen ist. Phasen erhöhter Kursschwankungen treten immer wieder konzentriert auf – gerade in jüngster Zeit.

Tragisch dabei: Die Annahmen perfekter Märkte, rationaler Marktteilnehmer, Normalverteilung etc. sind Annahmen, auf denen viele Nobelpreisträger ihre Theorien gründen. Ob Markowitz, ob Sharpe, ob Scholes, ... – große Namen, die alle ihre Spuren in den Risikomodellen und Bewertungstools interlassen haben. Der Sturm, der während der Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise über die Kapitalmärkte fegte, veranschaulichte, wie fragil die Konstrukte herkömmlicher Risikomodelle waren. Überspitzt lässt sich sogar behaupten, dass sie den intellektuellen Nährboden der Finanzkrise legten.

Schaubild 7: Risiken werden nicht adäquat reflektiert – Annahmen traditioneller Risikomodelle halten der Realität nicht stand

Annahme aber
Marktteilnehmer handeln rein rational und sind alle gleich .	Das Risikoprofil eines Anlegers ist in der Regel asymmetrisch, d.h., Verluste wiegen schwerer.
Kursveränderungen sind statistisch unabhängig .	Märkte besitzen ein Gedächtnis: Turbulente Zeiten legen sich erst langsam.
Korrelationen/Beta-Werte/Volatilitäten/risikofreier Zins sind konstant .	Korrelationen und risikofreier Zins sind instabil. Einflussgrößen finanzmathematischer Modelle sind nicht konstant.
Kursveränderungen folgen einer Normalverteilung .	Normalverteilung unterschätzt das tatsächliche Risiko deutlich. Der Investor trägt das „Tail-Risiko“ und erhält dafür eine Risikoprämie.
Moderne Portfolio-Theorie unterliegt der Prämisse eines perfekten Marktes .	Perfekte Märkte existieren nicht. Sie sind ein Konstrukt der Wirtschaftstheorie.

Darstellung: Kapitalmarktanalyse

Wie meinte doch Abraham H. Maslow, der zu den Gründervätern der humanistischen Psychologie zählt:

„Wenn Ihr einziges Werkzeug ein Hammer ist, neigen Sie dazu, jedes Problem für einen Nagel zu halten.“

Eben.

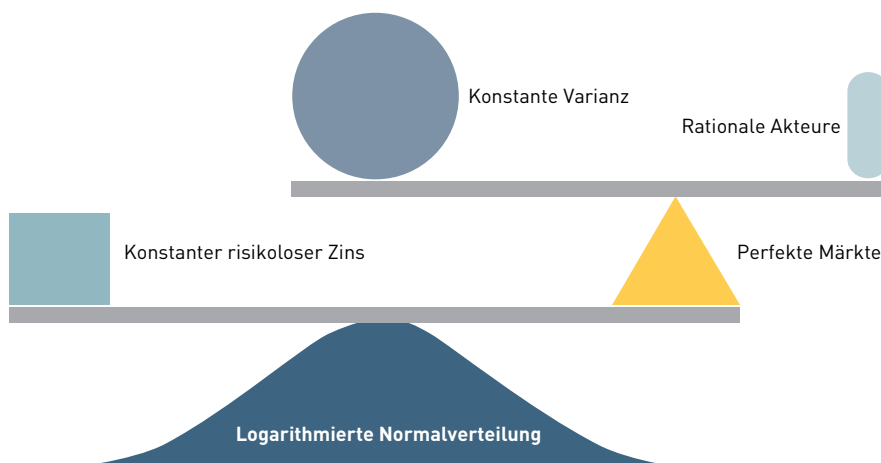


„Nicht alle Eier in einen Korb legen“

Die Kapitalmärkte scheinen genauso wenig das Muster der Glockenkurve aufzuzeigen, wie sie dazu neigen, zwischen einzelnen Wertpapieren oder Vermögensklassen stabile Wechselbeziehungen bei den Preisänderungen (Korrelationen) aufzuweisen. Im Gegenteil: Wie u. a. risklab aufgezeigt hat, sind Korrelationen eben nicht stabil. Im Schaubild 9 sind die Korrelationen verschiedener Vermögensklassen (Indizes) farblich skaliert. Je blauer die Quadrate, desto geringer ist der Gleichlauf der Preisänderungen der jeweiligen Indizes. So ist z. B. in „normalen“ Zeiten ohne große Kursverwerfungen erkennbar, dass die Renditen von Renten- und Aktienindizes wenig miteinander korreliert sind (blaue Farbe). Auch die regionalen Aktienindizes untereinander laufen in dieser Börsenphase nicht gleichgerichtet (Hellrot).

Mehr zum Thema Diversifikation lesen Sie in unserer Studie „Investieren in Aktien und Anleihen“ unter www.adig.de/pdf/portfolioprxis-investieren-in-aktien-und-anleihen.pdf

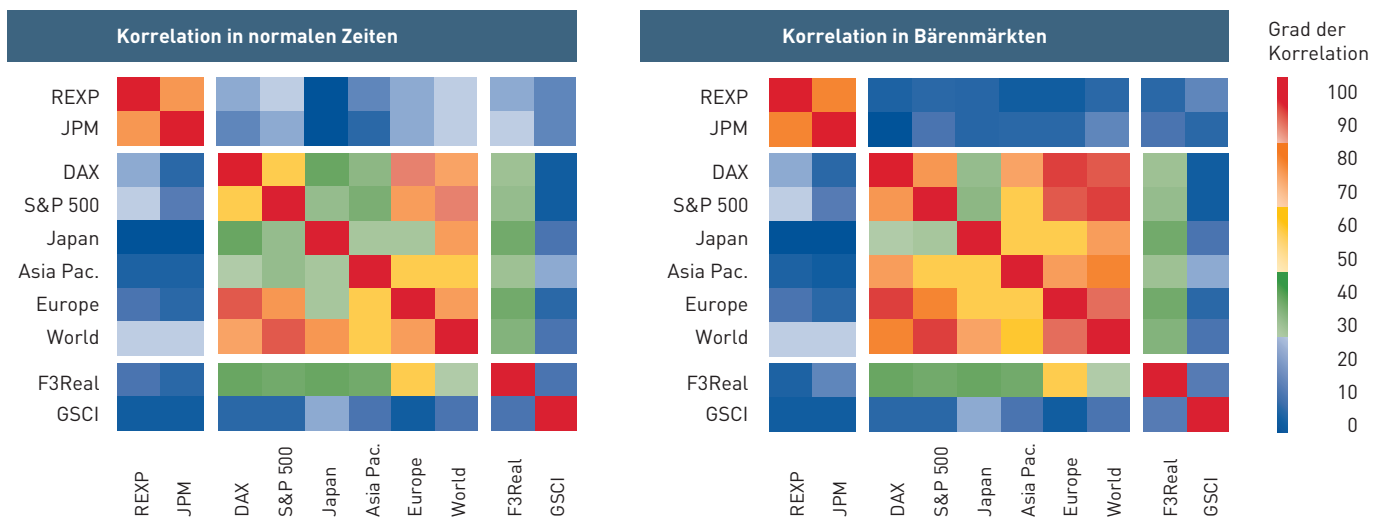
Schaubild 8: Herkömmliche Risikomodelle – fragile Konstrukte



Aber gerade dann, wenn niedrige oder negative Korrelationen zwischen den Vermögensklassen – Stichwort: Diversifikationseffekt – benötigt werden, in Krisenzeiten (Bärenphase) also, laufen sie zusammen. Die Korrelationsmatrix verfärbt sich wie im Schaubild 9 erkennbar: mehrheitlich Rot.

Der erwünschte Diversifikationseffekt lässt nach, ein weiteres Investmentparadigma droht im Zuge der jüngsten Finanzmarktkrise zu kippen.

Dennoch hat die Finanzweisheit „Niemals alle Eier in einen Korb legen“ weiterhin ihre Daseinsberechtigung. Diversifikation schützt zwar nicht vor Verlusten, kann aber helfen, Risiken zu

Schaubild 9: Das Investmentparadigma der Diversifikation droht zu kippen


Quelle: risklab; Darstellung: Kapitalmarktanalyse

reduzieren. Bei nicht vollständig miteinander korrelierten Wertpapieren kann der Anleger durch die Streuung seines Vermögens Kursschwankungen seines Portfolios vermindern, ohne die Rendite zu schmälern (Risikodiversifikationseffekt). Am Ende verbleibt in einem vollständig diversifizierten Portfolio das Marktrisiko (vergleiche Schaubild 10). Risikoreduktion ohne Chancenverzicht – Diversifikation scheint der einzige „Free Lunch“ an den Kapitalmärkten zu sein.

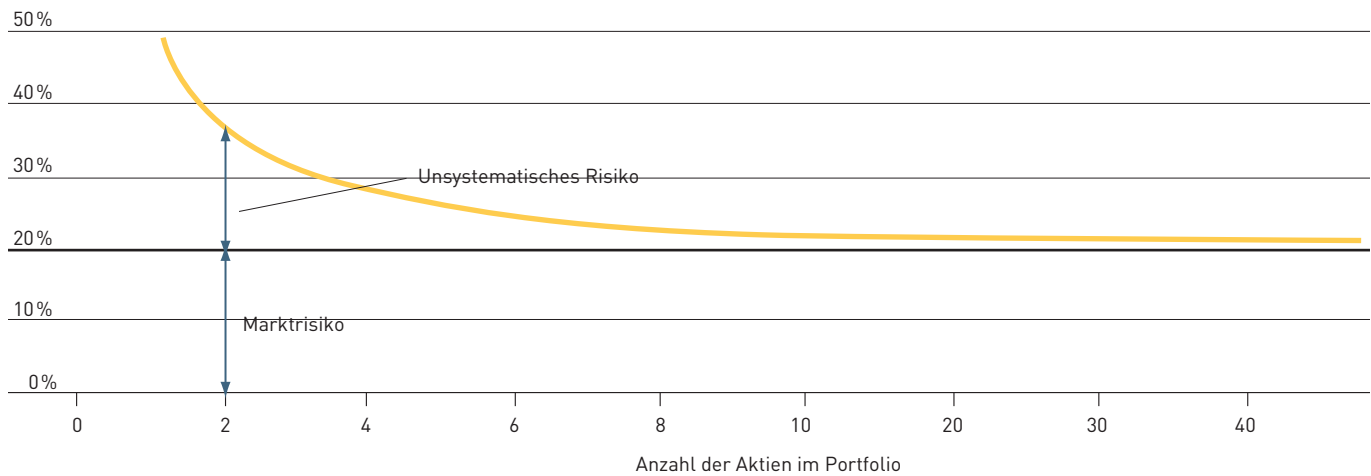
Diversifikation im Sinne von Streuung der Anlageentscheidung kann langfristig auch helfen, „Klumpenrisiken“ zu vermeiden. Um die Marktrisikoprämien verschiedenster Vermögensklassen abzuschöpfen, sollte der Anleger sein Geld gleich auf mehrere Körbe verteilen. Denn im Zeitablauf entwickeln sich die Anlageklassen zum Teil sehr unterschiedlich zueinander. Bestes Beispiel ist das Jahr 2008 – dem Höhepunkt der Finanzmarktkrise. In diesem Jahr stiegen z. B. die

Kurse von Staatsanleihen der Industrieländer im Schnitt um 18% oder Gold um 8%, während Aktien mit Kursrückgängen von über 40% ihr schwächstes Jahr seit der Weltwirtschaftskrise 1931 erlebten (siehe Schaubild 11). Auch die Aufholbewegung der Märkte 2009 fiel sehr unterschiedlich aus. Hier waren es insbesondere die Aktien in den Schwellenländern, die mit einem Plus von 73% die anderen Assetklassen übertrumpften.

Zusammenfassend bleibt festzuhalten, dass Diversifikation mehr denn je wichtig bei der Kapitalanlage ist. Sie ist die erste und einfachste Form des Risikomanagements. Allerdings hilft die Empfehlung „Nicht alle Eier in einen Korb legen“ nicht, wenn die Körbe zur gleichen Zeit vom gleichen Laster überfahren werden können.

Neue Körbe sowie neue Werkzeuge bzw. neue Risikomodelle bei der Kapitalanlage müssen also her.

Schaubild 10: Diversifikation – der einzige „Free Lunch“



Quelle: Dr.-Ing. Hans-Markus Callsen-Bracker, Martin Grädler "Risikomanagement und Kapitalmarkt", Darstellung: Kapitalmarktanalyse.

Schaubild 11: Diversifikation kann das Risiko reduzieren

Platz	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
1	61,45	10,34	12,27	37,10	16,88	55,04	23,36	26,07	17,79	73,44
2	22,78	15,26	5,23	30,02	9,12	44,88	18,60	22,60	8,45	24,19
3	22,16	10,10	1,29	7,42	8,26	34,81	10,74	19,76	1,62	23,18
4	11,95	6,93	0,14	4,54	3,69	27,59	3,16	18,86	-3,55	23,16
5	10,04	6,87	-2,52	1,13	2,74	27,36	1,86	1,85	-6,31	22,61
6	9,28	4,60	-4,02	0,43	2,18	23,99	1,07	1,52	-14,89	15,46
7	1,80	2,94	-8,85	-1,50	1,75	22,30	-0,57	-0,06	-33,88	14,88
8	0,15	1,94	-12,56	-3,96	1,49	21,83	-1,71	-1,45	-37,23	9,52
9	-6,62	-7,25	-20,24	-4,74	-0,97	11,74	-4,15	-3,20	-42,67	0,97
10	-9,53	-17,75	-34,42	-4,79	-1,18	7,71	-5,23	-4,15	-44,78	0,82
11	-25,92	-28,93	-43,06	-10,92	-2,56	0,40	-24,69	-4,37	-50,76	-1,27
Durchschnitt	8,87	0,46	-9,70	4,98	3,76	25,24	1,95	7,04	-18,75	18,82

■ Aktien Deutschland
 ■ Aktien USA
 ■ Aktien Emerging Markets
 ■ Staatsanleihen Industrieländer
 ■ Schwellenländer-Anleihen
■ Immobilien
 ■ Rohstoffe (ex. Edelmetalle)
 ■ Gold
 ■ Hedge Fund (alle Strategien)
 ■ Hedge Fund (Marktneutrale Strategien)
 ■ Unternehmensanleihen

Keine Prognose für die Wertentwicklung einer Fondsanlage; Quelle: Datastream, Darstellung: Kapitalmarktanalyse, Verwendete Benchmarks: Deutschland: MSCI Germany TR, USA: MSCI USA TR, Aktien Emerging Markets: MSCI EM TR, Renten Industrieländer: JPM Global Govt. Bond Index TR, Renten Emerging Markets: JPM EMBI Global Composite TR, Unternehmensanleihen: BofA ML Broad Corp. Index TR, Immobilien: Real Estate Price Index Germany Bulwien, Rohstoffe (ex. Edelmetalle): S&P GSCI Non. Precious Metals TR, Gold: €/Feinunze, Hedge Funds: Credit Swiss/Tremont Hedge Fund Index NAV, Hedge Fund – Market Neutral: CS/Tremont Market Neutral Hedge Index NAV; alle Indizes währungsbereinigt in EUR (TR = Total Return Index, NAV = Net Asset Value)



„Aber was, wenn alle Körbe überfahren werden?“

Im Umgang mit schwarzen Schwänen

Gerade die jüngste Finanzmarktkrise macht bewusst: Investoren müssen sich auf das Unvorhersehbare vorbereiten. Es gilt, zukünftig besser mit schwarzen Schwänen umgehen zu können. Dennoch darf das Sicherheitsbedürfnis des Anlegers nicht dazu führen, das Prinzip „Risikovermeidung um jeden Preis“ zur Leitlinie der Kapitalanlage zu machen. Denn das Problem dabei: Sicherheit – in Form von Investments in den Geldmarkt oder Staatsanleihen hoher Bonität – ist gera-

de während und unmittelbar nach der Krise „teuer“, d. h., die Zinsen, die mit risikoarmen Anlagen zu verdienen sind, sind sehr niedrig.

Wie meinte bereits der ehemalige deutsche Bundespräsident Walter Scheel: „Nichts geschieht ohne Risiko, aber ohne Risiko geschieht auch nichts.“

Die Kunst moderner Investmentlösungen und Risikomodelle besteht also darin, Risiken zu zähmen und gleichzeitig die Renditepotenziale bei der Kapitalanlage freizulegen.

Advanced Return Strategien^{ARS}



- **Zeithorizont**, in dem eine absolute Zielrendite mit hoher Wahrscheinlichkeit angestrebt bzw. übertroffen werden sollte. Am Ende dieses Zeitraums sollen negative Renditen jenseits eines Schwellwertes, z. B. Null, vermieden werden. Das heißt innerhalb des Zeitraums können gegebenenfalls sehr wohl negative Renditen getragen werden.
- **Renditequellen**: Woher soll die erwartete Rendite kommen, welche Risiken kann der Manager dafür eingehen?

Zu den „Beta-Renditequellen“ kommt noch das „Alpha“. Eine zusätzliche Rendite, die der aktive Portfoliomanager durch gezielte Wertpapierauswahl mittels fundamentaler und quantitativer Research-Modelle erwirtschaftet.

Advanced Return-Investmentlösungen

Eine Möglichkeit, sich als Anleger „neue Körbe“ ins Depot zu legen, die nicht zur gleichen Zeit vom gleichen Laster überfahren werden können, d. h. deren Renditeentwicklungen weitestgehend unabhängig von Marktschwankungen sind, sind Advanced Return-Strategien.

Auch wenn es bislang keine allgemein gültige Definition von Advanced bzw. Absolute Return-Strategien gibt, lassen sich diese Investmentansätze mit folgenden drei wesentlichen Parametern klassifizieren:

- **Marktsensitivität**, d. h. die Korrelation von Renditen zu anderen Investmentsegmenten. Advanced Return Strategien versuchen in diesem Zusammenhang, Risiken im Portfolio (Downside Risk) mithilfe von Diversifikation, Derivaten oder „Short-Positionen“ zu begrenzen, ohne das Aufwärtspotenzial zu stark zu beschneiden.

Es gibt verschiedenste Umsetzungsmöglichkeiten von Absolute Return-Strategien. Eine in der Praxis bewährte und häufig angewandte Strategie heißt „Marktneutrale Investmentlösungen“. Diese Strategien basieren auf dem Kauf (Long) und Verkauf (Short) von Aktien bzw. Anlageinstrumenten. Durch den gleichzeitigen Kauf und Verkauf von Wertpapieren wird die Bedeutung der Titelselektion gesteigert. Häufig werden sogenannte „Pairs Trades“ durchgeführt: Eine unterbewertet erscheinende Aktie wird gekauft und eine überbewertet erscheinende Aktie des gleichen Sektors im gleichen Umfang leer verkauft. Dadurch entsteht ein neutrales Portfolio, das von der allgemeinen Marktentwicklung (Beta) unabhängig ist; lediglich die relative Kursentwicklung der beiden gewählten Aktien zueinander ist für die Wertentwicklung von Bedeutung. Entwickeln sich beide Aktien im gleichen Maße nach unten oder oben, liegt die Gesamtperformance bei Null. Marktneutrale Strategien setzen immer auf die Verringerung beziehungsweise den Abbau von Preis- oder Renditeunterschieden von zwei Finanzinstrumenten (Konvergenz). Da sich dieser Konvergenzprozess über längere Zeiträume hinziehen kann, kommt dem Zeitraum, in welchem dieses Ziel verfolgt wird, eine entscheidende Rolle zu. Der Anspruch, auf eine Periode von 10 Jahren hin in der Summe positive Erträge zu erwirtschaften, ist natürlich ein-

facher zu erreichen, als z. B. jedes Jahr oder gar jeden Monat positiv zu beenden. Ertragsmöglichkeiten ergeben sich – anders als bei traditionellen „Long-only-Investments“ – daher nicht nur bei steigenden, sondern auch bei fallenden Märkten. Der Advanced Return-Ansatz verfolgt somit das Ziel, in nahezu jeder Marktlage Wertzuwächse zu generieren.

Während sich Marktrisiken (Beta-Risiko) mit marktneutralen Strategien weitestgehend ausschalten lassen, können sich Investoren vor Liquiditätsrisiken oder Fehlentscheidungen des Portfoliomanagers (Alpha-Risiko) wenig schützen.

Dazu bedarf es u. a. eines zusätzlich integrierten Risikomanagements bei der Kapitalanlage.

Risikomanagement

Neben modernen Investmentlösungen können auch verschiedene Wertsicherungskonstruktionen im aktiven Portfoliomanagement das Problem der Risikobegrenzung effektiv mindern oder sogar gänzlich lösen, ohne dabei auf Renditepotenziale verzichten zu müssen. Im Rahmen aktiver Risiko- steuerung in der Kapitalanlage lassen sich im Wesentlichen drei Lösungsansätze verfolgen (vgl. Schaubild 12):

1. **Diskretionärer Ansatz:** Aktives Portfoliomanagement mit ereignisbezogener Festlegung von Maßnahmen, z. B. in Strategiesitzungen
2. **Regelgebundener statischer Ansatz:** Diszipliniertes und systematisches Handeln nach klar definierten Regeln mit Verlustbegrenzung ohne Wertaufholungsmöglichkeiten
3. **Regelgebundener dynamischer Ansatz:** Diszipliniertes und systematisches Handeln nach klar definierten Regeln mit Verlustbegrenzung unter Berücksichtigung fundamentaler Faktoren mit Wertaufholungsmöglichkeiten.

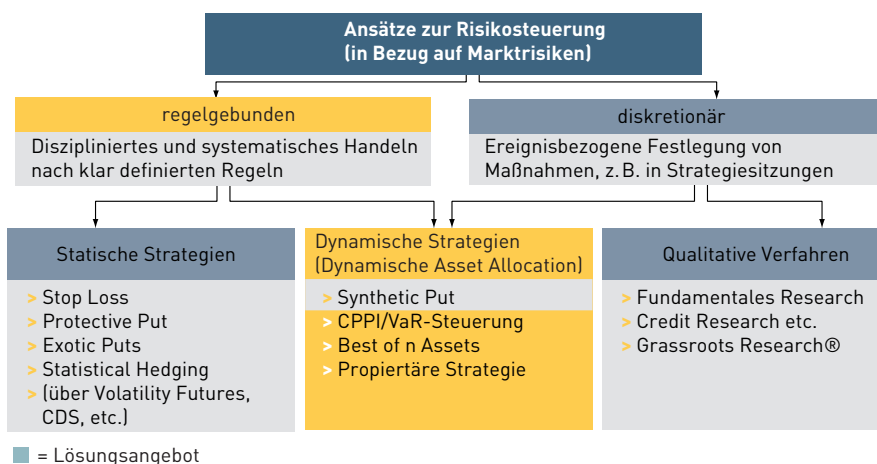
Lesen Sie zum Konzept der CPPI-Strategien auch unsere Studie: „Constant Proportion Portfolio Insurance“ unter: www.adig.de/pdf/portfoliopraxis-fondskonzepte-cppi.pdf

Diskretionäre Ansätze sind wichtig, um sich vor Bewertungs- und damit vor Kursrisiken zu schützen. Allerdings sind die Entscheidungen z. B. im Rahmen von Strategiesitzungen häufig situativ, sodass die Gefahr besteht, mit den Maßnahmen sehr prozyklisch zu agieren. Ebenso schützt eine strategische Assetallokation auf Basis fundamentaler Faktoren bei einer breiten Marktkorrektur nicht vor Verlusten. Hierzu bedarf es zusätzlich zu einem aktiven fundamentalen Ansatz vor allem einer regelgebundenen Risiko- steuerung.

Generell kann man bei regelgebundenen Risikosteuerungsansätzen zwischen statischen und dynamischen Ansätzen unterscheiden, wie Schaubild 12 zeigt. Sowohl statische als auch dynamische Ansätze verfolgen letztlich die gleiche Aufgabenstellung – das vom Anleger gewünschte Zielprofil, wie beispielsweise eine hohe Chancenpartizipation in Verbindung mit einem verbesserten Risikoschutz zu generieren. Der Weg dorthin ist jedoch unterschiedlich.

Bei den **statischen Ansätzen** kommen in der Regel optionsbasierte Verfahren zum Einsatz. Die klassische Variante dieser Strategiekategorie ist der sogenannte Protective Put, d. h. die Kombination aus einem risikobehafteten Asset, z. B. einem Aktieninvestment, und dem gleichzeitigen Kauf einer Put-Option. Erweiterungen dieser Grund-

Schaubild 12: Risikosteuerung in der Kapitalanlage



strategie basieren dann z. B. auf exotischen Optionen. Ein Nachteil dieser Strategiekategorie sind die – im Vergleich zu den dynamischen Verfahren – im Durchschnitt höheren Kosten¹. Dies gilt vor allem in Phasen von Krisen mit hohen impliziten Volatilitäten und damit hohen Put-Prämien. Ein weiterer Nachteil betrifft die Umsetzbarkeit. Für ein gemischtes Portfolio mit verschiedenen Anlageklassen ist es in der Regel sehr schwierig, geeignete und fair gepreiste Optionen mit hoher Liquidität zu bekommen.

Einen Ausweg aus dieser Situation bieten **dynamische Risikosteuerungsansätze**. Diese generieren das gewünschte Zielprofil durch regelgebundene Anpassungen der Allokation (z. B. Aktienquoten) über die Zeit. In der Regel erfolgt die Anpassung der Allokation über entsprechend liquide und dadurch kosteneffiziente Futures-Kontrakte. In dieser Strategiekategorie gibt es ebenfalls eine Vielzahl unterschiedlicher Steuerungsansätze.

Der bekannteste Vertreter ist sicher die „Constant Proportion Portfolio Insurance“ (CPPI-Strategie). In der einfachsten Form wird hierbei die Gewichtung in einer chancen- und risikoreichen Anlageklasse (z. B. Aktien) als (konstantes) Vielfaches des aktuellen Risikobudgets (Differenz von Portfoliowert und diskontiertem Mindestportfoliowert) gesteuert. Diese Strategie ist prozyklisch, reagiert also beispielsweise auf Kurssteigerungen am Aktienmarkt mit einer aktiven Erhöhung der Gewichtung von Aktien. Im Allgemeinen ist dieses prozyklische Verhalten renditefördernd, da im Durchschnitt ein leicht trendhaftes Verhalten der meisten Anlageklassen vorliegt. In volatilen Marktphasen ohne klare Trends haben klassische CPPI-Ansätze jedoch Schwächen – hieran knüpfen diverse Verfeinerungen der Methodik an.

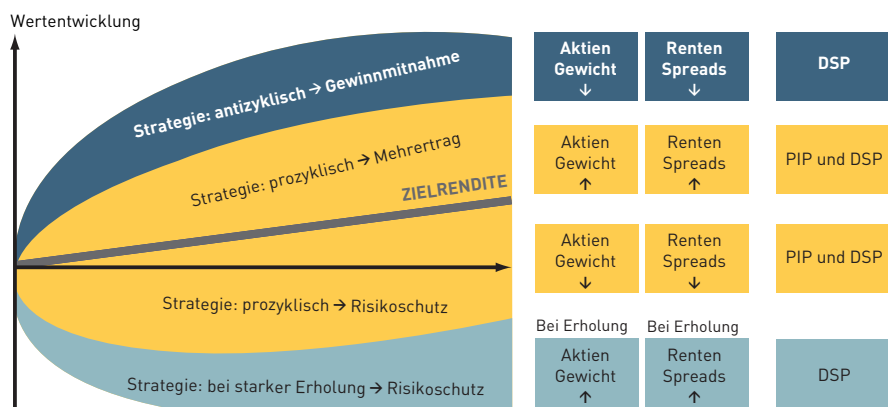
Allianz Global Investors hat für die Steuerung von Mandaten mit harter Wertuntergrenze ein dynamisches Verfahren entwickelt, welches deutlich umfassender als ein klassischer CPPI-Ansatz ist. Bei dem Portfolio Insurance Plus (PIP) genannten Ansatz wird mit Hilfe des statistischen Verfahrens

der Extreme Value Theory² die Möglichkeit des Auftretens schwarzer Schwäne systematisch berücksichtigt. Ähnliche Methoden werden auch in der Rückversicherung herangezogen, um die Wahrscheinlichkeit von extrem seltenen Katastrophen wie beispielsweise Tankerunglücken oder Erdbeben abzuschätzen.

Mit sogenannten Handelsfilteralgorithmen wird versucht, die Handelskosten in volatilen Seitwärtsmärkten zu optimieren. Der Vorteil von PIP gegenüber einer klassischen CPPI ist also insbesondere die höhere Ertragsstärke durch Einbeziehung aktiver Managementansätze, wirksame Handelsfilter sowie die effizientere Allokation des vorhandenen Risikobudgets über die Zeit.

Dynamische Risikosteuerung findet auch bei modernen Multiassetlösungen mit weicher Untergrenze Anwendung.

Schaubild 13: Pro- und antizyklische Komponenten in harten/weichen Wertsicherungslösungen



PIP (Portfolio Insurance Plus): Dynamische Strategie für harte Wertsicherungslösungen
 DSP (Dynamic Strategy Portfolio): Dynamische Strategie für weiche Wertsicherungslösungen

Quelle: risklab; Darstellung: Kapitalmarktanalyse

¹ Vgl. Kraus, J./Zagst, R. (2008), Stochastic Dominance of Portfolio Insurance Strategies – OBPI versus CPPI, akzeptiert zur Veröffentlichung in Annals of Operations Research.

Hierbei wird dem Anleger zwar kein fester Mindestportfoliowert zugesichert, jedoch eine im Vergleich zu klassischen Balanced-Lösungen deutlich höhere Sicherheit in schwachen Märkten. Es kommt eine Reihe von dynamischen Verfahren in Frage, welche auf eine Verbesserung des Value at Risk (VaR)³ oder weiterer Downside Risk-Maße, wie beispielsweise dem Conditional Value at Risk, abzielen. In diese Klasse von Verfahren fällt eine von Allianz Global Investors unter dem Namen Dynamic Strategy Portfolio (DSP) entwickelte Strategie. Anders als die CPPI-Strategie kombiniert die DSP-Strategie mithilfe eines aktiven Managementansatzes pro- und antizyklische Elemente. Das Ergebnis ist ein sehr attraktives Renditeprofil für den Anleger, welches – im Vergleich zu einer klassischen Aktien/Renten-Benchmark – in der Historie eine überlegene Durchschnittsrendite bei deutlich erhöhter Sicherheit und Stabilität bewirkte.

Intelligente dynamische Verfahren der Risikosteuerung konnten sich während der Finanzmarktkrise bewähren. Es zeigte sich, dass der Anleger eine hohe Sicherheit in schwachen Märkten erzielen und gleichzeitig in hohem Maße von einer Markterholung profitieren kann, die bislang am Ende einer jeden Finanz- und Wirtschaftskrise stand. Fazit: Wertesicherung bei der Kapitalanlage kostet Geld, aber sie sollte dem Anleger ihren Preis wert sein.

Investieren von Alpha bis Omega

In der Gesamtbetrachtung folgt daraus für die Kapitalanlage:

1. Anleger müssen sich auf die „**Neue Normalität**“ des Wachstums einstellen. Rendite alleine aus Kurszuwächsen bei Aktien zu generieren, dürfte schwieriger werden. Aktives Management – Timing – ist gefragt, um aus der Volatilität Performance zu generieren.
2. **Aktives Management** selbst, die Jagd nach Alpha – also dem Renditeplus gegenüber dem Marktsegment – ist bei ineffizienten Märkten Erfolg versprechend.
3. Dazu gehören stringente Investmentprozesse, die helfen, typisch menschliche Verhaltensmuster zu erkennen und auszuschalten. „**Überliste Dich selbst**“ ist also der Wahlspruch der Kapitalanlage.
4. Diversifikation muss vor dem Hintergrund sich verändernder Korrelationen mit neuen Augen gesehen werden. Zwar gilt es immer noch, „niemals alle Eier in einen Korb“ zu legen. Aber die Körbe müssen so aufge-



stellt werden, dass sie nicht zur gleichen Zeit vom gleichen Laster überfahren werden können. Es geht also um die Wahl der Assetklasse. Das beginnt bei der Kombination von Anleihen und Aktien, geht weiter mit **Advanced Return-Strategien**, die ein „Jenseits von Beta“ – Unabhängigkeit von der Marktschwankung – suchen.

5. „Kauf und liegen lassen“ dürfte – den schwarzen Schwan in memoriam – kaum die optimale Strategie sein. Vielmehr werden Regeln für die Risikosteuerung benötigt, die sich der aktuellen Situation anpassen. Das kann bei einfachen Stopp-Loss-Strategien beginnen und sich mit professionellen Portfoliomanagement- und Risikosteuerungsmethoden fortsetzen. Dazu können als Portfoliomanagementlösungen „jenseits von Beta“ **Vermögensverwaltungsfonds** und „Managed Accounts“ ebenso gehören wie das **„Fiduciary Management“**. Zu den Risikosteuerungsmethoden sind z. B. „CPPI“ (**Constant Proportion Portfolio Insurance**) basierte Wertsicherungsstrategien zu zählen oder das „DSP“ (**Dynamic Strategy Portfolio**).

Der Omegafaktor der Kapitalanlage

Investieren in der „Neuen Normalität“ heißt also, ganzheitlich investieren – von Alpha bis Omega.

Es geht darum,

- die Marktexpertise des aktiven Managers zu nutzen und Alpha zu generieren,
- die Risikoprämien des Marktes (Beta) zu verdienen,
- sich weitestgehend (jenseits von Beta) den Marktrisiken entweder mit marktneutralen Strategien und/oder mit einer regelgebundenen Risikokontrolle zu entziehen.

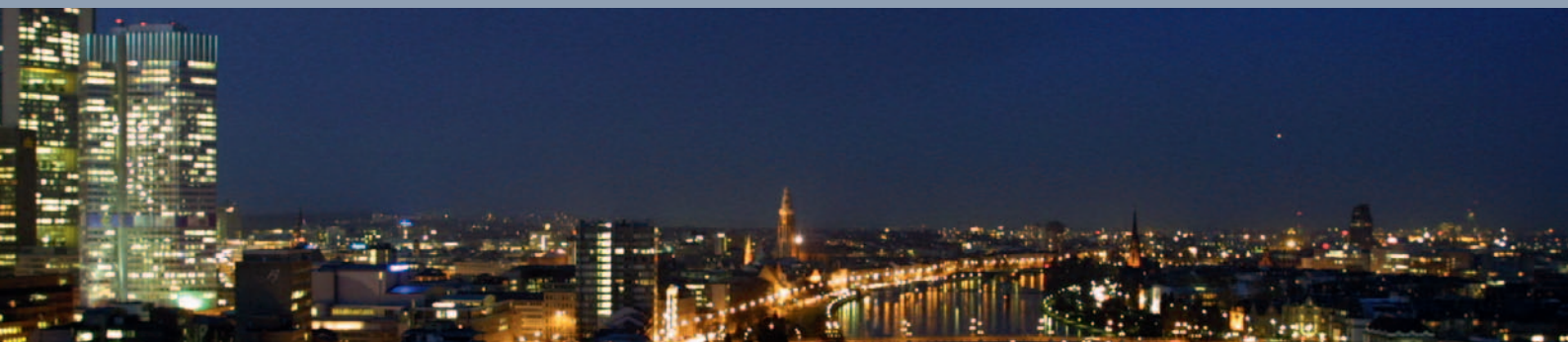
Es geht um den Omegafaktor der Kapitalanlage.

Dennis Nacken und Hans-Jörg Naumer

Kapitalmarktanalyse - unser besonderer Service für Sie!

„Strategie – Taktik – Portfoliooptimierung“ heißt der Dreiklang der Geldanlage, dem sich die in der Kapitalmarktanalyse tätigen Ökonomen und Analysten verschrieben haben.

U.a. veröffentlichen sie jeden ersten Freitag im Monat den „Börsen-Navigator“, der eine schnelle Einschätzung zu den wichtigsten Segmenten der Kapitalmärkte gibt.



FondsEcke

Je nachdem auf welches Szenario sich ein Anleger einstellt, können für ihn u. a. folgende Fonds interessant sein:

cominvest Fondak Wait or Go - P - EUR¹

(ISIN: LU0391761227; TER per 30.09.2009
1,850 % Rumpfgeschäftsjahr, zzgl. TER für
performanceabhängige Vergütung 0,200 %)

**PIMCO GIS Unconstrained Bond Fund
- E Class - EUR (Hedged)¹**

(ISIN: IE00B5B5L056; TER -, -)

**PIMCO GIS Global Multi-Asset Fund
- E Class EUR (Hedged) - EUR¹**

(ISIN: IE00B4YYY703; TER -, -)

Die von uns genannten Fonds können sich sowohl als Portfoliobeimischung als auch als Basisallokation verstehen, bei deren Umsetzung die individuellen Verhältnisse inklusive des jeweiligen Ertrag-Risiko-Profiles des Anlegers berücksichtigt werden müssen. Auch empfiehlt sich die Beratung durch einen Anlagespezialisten. Verkaufsprospekte sowie alle weiteren Informationen zu den einzelnen Fonds erhalten Sie direkt bei Ihrem Anlageberater oder bei der ADIG Fondsvertrieb AG. Fällt beim Erwerb der Fondsanteile ein Ausgabeaufschlag an, wird dieser bis zu 100% vom Vertriebspartner vereinnahmt. Daneben kann die KAG aus der Verwaltungsvergütung eine laufende Vertriebsprovision an den Vertriebspartner zahlen. Im Rahmen der Anlageberatung teilt der Vertriebspartner die genaue Höhe der Vertriebsprovision und des von ihm vereinnahmten Ausgabeaufschlages mit.

TER (Total Expense Ratio): Gesamtkosten (ohne Transaktionskosten), die dem Fondsvermögen im letzten Geschäftsjahr belastet wurden.

1) Die Volatilität (Wertschwankung) des Fondsanteilwerts kann stark erhöht sein.

2) Die Volatilität (Wertschwankung) des Fondsanteilwerts kann erhöht sein.



ADIG FONDSVERTRIEB

DER INVESTMENTSPEZIALIST FÜR VERSICHERUNGSPARTNER

ADIG Fondsvertrieb AG

Seidlstraße 24 – 24a
80335 München

Kapitalmarktanalyse

Hans-Jörg Naumer (hjn),
Dennis Nacken (dn),
Stefan Scheurer (st)

Unsere aktuellen Studien finden Sie
direkt unter **www.adig.de/kapitalmarktanalyse/index.html**

Soweit nicht anders vermerkt, stammen die Daten von Thomson Financial Datastream.

Auf die Vergangenheit bezogene Daten erlauben keine Prognose für die Zukunft.

Dieser Veröffentlichung liegen Daten bzw. Informationen zugrunde, die wir für zuverlässig halten. Die hierin enthaltenen Einschätzungen entsprechen unserer bestmöglichen Beurteilung zum jeweiligen Zeitpunkt, können sich jedoch – ohne Mitteilung hierüber – ändern.

Für die Richtigkeit bzw. Genauigkeit der Daten können wir keine Gewähr übernehmen. Diese Publikation dient lediglich Ihrer Information. Für eine Anlageentscheidung, die aufgrund der zur Verfügung gestellten Informationen getroffen worden ist, übernehmen wir keine Haftung.

Stand: Oktober 2010