

ALTERNATIVE ANLAGEN: GANGBARE LÖSUNGEN AUS DER KRISE

Fabio Alessandrini

Die Finanzkrise führte bei den meisten Anlageklassen zu einer Desillusionierung. An den Aktienmärkten rief der brutale Markteinbruch ab Sommer 2007 nicht allzu ferne Erinnerungen wach, lag doch die letzte markante Korrektur nur einige Jahre zurück. Bei einer auf längere Sicht angelegten Betrachtung kommt man unweigerlich zum Schluss, dass die zu erwartenden Renditen für traditionelle Anlageklassen bei einem langen Anlagehorizont künftig zweifellos unter den gewohnten Werten liegen werden.

Bei Alternativen Anlagen brachte die Finanzkrise eine noch bedeutendere Wende: Aufgrund der dramatisch gestiegenen Korrelation zu den verbreiteten Anlageklassen wie Aktien und Obligationen kam der Diversifikationseffekt nicht im erwarteten Masse zum Tragen und vermochte mithin den Schaden nicht wie erhofft zu begrenzen. Dies zeigte sich insbesondere bei den Single Hedge Funds, bei denen traditionellerweise am stärksten auf Dekorrelation gesetzt wird. Tatsächlich hatte die bis-

herige Entwicklung der Hedge Fund-Indizes – besonders während der Markt-Baisse zu Anfang des Jahrzehnts – die Annahme genährt, dass Hedge Funds eine explizite Fähigkeit zur Abfederung negativer Börsentrends besitzen.

Die jüngste Krise hat nun gezeigt, dass dem nicht unbedingt so ist. Vielmehr mussten die gebeutelten Anleger feststellen, dass etliche Gefahren stark unterschätzt worden waren. Im Besonderen trifft dies auf zwei verschiedene, aber eng verbundene Risiken zu: das Liquiditäts- und das Kreditrisiko. Ersteres trat ein, als sich zeigte, dass die Liquidität der Märkte – zumindest in extremen Stresssituationen – ganz offensichtlich unter den Erwartungen lag. Dieser Umstand leistete dem Baisse-Trend während der breiten Verkaufsbewegungen Vorschub. Das Kreditrisiko trat infolge der oftmals übertriebenen Hebel ein, insbesondere an den illiquide gewordenen Märkten.

Geeignete Lösungen

Die Anleger sind zuversichtlich, dass die alternative Vermögensverwaltung mit

gangbaren Lösungen aufwarten wird und diese schliesslich in frischem Elan und neuen, Umfeldgerechten Anlageinstrumenten münden. Es gibt zahlreiche Lösungsansätze, die verschiedenen Aspekten Rechnung tragen. Eine der sichtbarsten Folgen der Krise war die Entwicklung des rechtlichen Rahmens für die Vermögensverwaltung, insbesondere in Europa. Als Reaktion auf das verstärkte Bedürfnis nach Transparenz und Risiko-Management ist das Angebot an OGAW III-Produkten enorm gestiegen.

Die wichtigen Finanzakteure trugen dieser Entwicklung Rechnung und vervollständigten ihr Sortiment an Alternativen Anlagen durch Vehikel, die den Anlegerbedürfnissen in Sachen Transparenz, Liquidität und Hebeleffekt gerecht werden. Dabei gilt es einerseits gewisse Instrumente, dank deren sich die alternative Vermögensverwaltung in bestimmten Marktphasen profilieren konnte, zu bewahren (etwa die Möglichkeit, auf einen Baisse-Trend zu setzen), andererseits aber eine angemessene Lösung für die angesprochene Problematik zu gewährleisten.

Das «Quant-Team» der Banque Cantonale Vaudoise, Lausanne (v.l.n.r.)
Dr. Luc Hinz, Philippe Pillonel und Daniel Aguet (Analysten) mit Dr. Fabio Alessandrini (Head of Quantitative Research and Alternative Investments).



Mit solidem Risiko-Management von Risikoprämien profitieren

In den vergangenen Jahren haben Fachleute ihr Augenmerk vermehrt auf den Bereich der quantitativen Verwaltung gerichtet. Wurden die entsprechenden Produkte hauptsächlich im Rahmen der traditionellen Verwaltung angeboten, so gab es teilweise auch Entwicklungen im Bereich der alternativen Vermögensverwaltung, so zum Beispiel die Einführung aktienmarkt-neutraler Strategien in Form von Zertifikaten. Weil sie sich in den letzten Jahren bewährt haben, lag es auf der Hand, entsprechende OGAW-Fonds zu lancieren, um den Bedürfnissen gewisser Anleger Rechnung zu tragen.

Die quantitativen, marktneutralen Strategien waren im Allgemeinen aber nicht vollständig gegen die Krise immun und wurden von den Börsenturbulenzen ebenfalls erfasst, besonders im Sommer 2007. Solche Fonds sollten somit nur unter Gewährleistung eines möglichst robusten Risiko-Managements angeboten werden. Der Kern dieses Ansatzes liegt darin, von jenen Risikoprämien zu profitieren, die in der Vergangenheit attraktive Renditen erbrachten, zugleich aber ein möglichst ausgeglichenes Exposure zu bewahren, um den ständig wechselnden Markttrends optimal Rechnung zu tragen.

Der aktienmarktneutrale Ansatz

Die Renditegenerierung eines Produkts beruht auf der Möglichkeit, an den Aktienmärkten von Risikoprämien zu profitieren. Die Existenz der Risikoprämien wurde in zahlreichen akademischen Abhandlungen dokumentiert. Diese Risikoprämien stehen in Zusammenhang mit relativ bekannten Phänomenen: erwähnenswert ist beispielsweise der Momentum-Effekt, wonach jene Titel bevorzugt werden, die in der Vergangenheit am besten abgeschnitten haben. Ein anderes Phänomen ist die Bewertungsprämie, wonach günstig bewertete Titel erfahrungsgemäss ein höheres Renditepotenzial haben. Unser Ansatz besteht darin,

auf diesen Risikoprämien basierende Selektionsfaktoren zu kombinieren, um einen Aktienkorb zusammenzustellen, dessen erwartete Rendite die Markttrendite übertrifft. Die verwendeten Faktoren werden in vier Kategorien eingeteilt – technische Analyse, Bewertung, Wachstum und Revision der Gewinnerwartungen.

Die Erfahrung hat gezeigt, dass ein isolierter Faktor-Ansatz zu äusserst unausgeglichenen Portfolios und mithin einer zu volatilen Performance führen kann. Die Abbildung Seite 25 oben illustriert die auf dem Momentum-Effekt basierende Sektorgewichtung eines Portefeuilles: rechts das Portfolio, links der Index, aus dem die Titel ausgewählt wurden. Es fällt auf, dass das Portfolio zeitweise extrem zugunsten des einen oder andern Sektors gewichtet war (z.B. auf den Technologie-sektor zu Beginn des Millenniums) und somit äusserst anfällig auf Trendwechsel an den Börsen ist.

Beim Ansatz der BCV kommt hier nun die «Clustering»-Technologie zum Zuge. Sie bildet den Hauptpfeiler unseres Risiko-Managements und erlaubt es, eine möglichst ausgeglichene Portfolio-Struktur zu bewahren. Die applizierten Algorithmen fanden bereits Eingang in die verschiedensten Bereiche und vermögen auch in Bezug auf unsere Problematik interessante Lösungen zu bieten. Das Clustering kann nämlich zur Ermittlung von Werten herangezogen werden, deren Börsenverlauf in einem gegebenen Zeitraum sehr ähnlich war und die sich somit einer gleichen Gruppe zuordnen lassen. Es gilt, dass zwei Titel innerhalb ein- und derselben Gruppe eine sehr hohe Korrelation aufweisen, während zwei Titel, die zwei verschiedenen Gruppen angehören, relativ schwach korreliert sind (vgl. dazu die mittlere Abbildung auf Seite 25).

Der multi-faktorielle Ansatz lässt sich problemlos an diese Erkenntnis anpassen, um ausgeglichenerer Portfolios zu

konstruieren, deren Risiko überdies geringer wird. Die Grafik Seite 25 unten zeigt eine ebenfalls ausschliesslich auf dem Momentum-Effekt basierende Sektorallokation, welche aber unter Anwendung des Clustering-Algorithmus ausgeglichen wurde.

Weitere Pfeiler des Risiko-Managements

Es gilt aber auch, andere Risikodimensionen im Griff zu halten. Dazu gehört unter anderem die Marktexposition. Sie wird über eine Verkaufsposition auf den Referenzindizes eliminiert, wodurch die Performance marktneutral wird. Dies stellt den zweiten Pfeiler unseres Risiko-Managements dar. Der dritte Pfeiler schliesslich basiert auf der geografischen Diversifikation. Auch wenn ein Ansatz mittelfristig profitabel ist, heisst das noch lange nicht, dass er kurzfristig auf allen Märkten funktioniert. Wird eine Strategie in mehreren geografischen Zonen gleichzeitig umgesetzt, lässt sich das Gesamtrisiko eines Portfolios signifikant reduzieren. Das Resultat der beschriebenen Strategien ist ein aktienmarkt-neutrales Portfolio mit einer Kaufposition in einem – anhand des beschriebenen Ansatzes identifizierten – Aktienkorb und einer Verkaufsposition in entsprechenden Referenzindizes. Um das Liquiditätsrisiko einzudämmen, werden ausschliesslich Large Caps berücksichtigt.

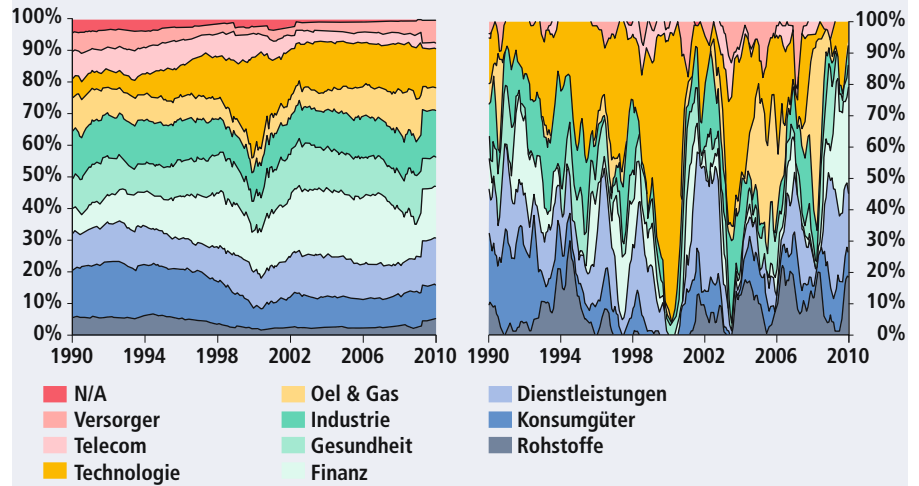
Der beschriebene Ansatz ist per definitionem gegen die Marktbewegungen als Ganzes immunisiert. Im abgelaufenen Jahr hat es sich allerdings gezeigt, dass die Markttrends äusserst stark sein können. Es ist daher vorstellbar, dass eine vorübergehende taktische Marktexposition mittelfristig von Vorteil sein könnte. Im Rahmen eines quantitativen Ansatzes erfordert dies indessen den Einsatz eines Modells zur Bestimmung der günstigsten Marktphasen. In dieser Hinsicht bieten Zielfonds eine Variante, den Ansatz mit einem variablen Marktexposure zu verfolgen. Der Expositionsgrad wird mittels quantitativer Modelle bestimmt, die von den Leitern der Anlagepolitik der

Bank entwickelt wurden. Diese Modelle kommen systematisch zur Anwendung, um jede Woche das optimale Markttrisiko-Niveau festzulegen. Diese Alternative bietet eine leicht höhere Renditeerwartung – allerdings wird dabei auch ein Risikoniveau akzeptiert, das näher beim allgemeinen Markttrisiko liegt.

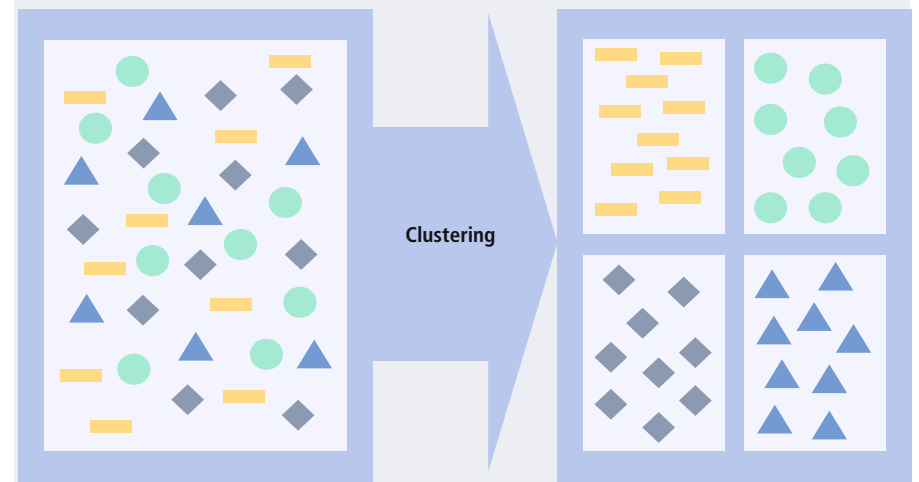
Neuen Anforderungen gerecht werden

In einem von neuen Trends und damit auch von neuen Bedürfnissen gekennzeichneten Umfeld ist es von grösster Bedeutung, das Produktangebot von Alternativen Anlagen anzupassen. Diese Anpassungen erfolgen sowohl im Rahmen der «traditionellen» Vehikel wie den Funds of Hedge Funds als auch durch das Entstehen neuer Marktsegmente. Die Beliebtheit von OGAW III -Anlageinstrumenten verdeutlicht die Anleger-Anliegen in Bereichen wie Transparenz, Liquidität oder Leverage. Die alternativen Anlageprodukte müssen vermehrt denselben Kriterien gerecht werden wie traditionelle Fonds. Solche Anpassungen sind nicht nur möglich und wünschenswert, sondern wohl auch unerlässlich, soll das Vertrauen der Anleger in die Alternativen Anlagen wiederhergestellt werden.

Sektorgewichtung eines Portefeuilles basierend auf dem Momentum-Effekt



Clustering (Methodik)



Harmonisierung durch Clustering

