

Nr. 3 2008 (September)



Sehr geehrte Damen und Herren!

Die Kapitalmärkte halten uns seit gut einem Jahr in Atem. Inzwischen sind wir in einer Stagflationsphase mit Inflationsszenario und Konjunkturschwäche angekommen. Sicher kein leichtes Umfeld, um die „richtigen“ Anlageentscheidungen zu treffen. Wir haben uns entschlossen, gerade auch in diesem schwierigen Umfeld einen Beitrag zu mehr Transparenz zu leisten: Unsere Datenbank „telosia“, die institutionellen Anlegern kostenfrei eine echte Unterstützung beim Search-Prozess bietet. Alles Weitere dazu erfahren Sie in diesem Newsletter. Genießen Sie dazu die beiden Fachartikel von Fortis Investments und Credit Suisse. Zur „portfolio institutionell Award 2009“-Konferenz finden Sie einen Hinweis auf Seite 12.

Viel Spaß bei der Lektüre!

Dr. Frank Wehlmann
Gesellschafter-Geschäftsführer
TELOS GmbH
Abraham-Lincoln-Str. 7
D-65189 Wiesbaden
Internet: www.telos-rating.de

Telosia

**Brücke zwischen Investor
 und
 Asset Manager:**

Telosia bildet eine von RCP und TELOS über mehrere Monate entwickelte Datenbank, die institutionelle Anleger wie Asset Manager gleichermaßen anspricht. Ziel ist es, Anlegern eine bislang nicht bekannte Möglichkeit zu eröffnen, bei Interesse an einer konkreten Assetklasse bzw. einem beabsichtigten Investment durch Zuhilfenahme von telosia den Weg zu dem richtigen Manager zu finden. Zu diesem Zweck haben wir die Sommerpause bereits genutzt und Asset Manager gebeten, ihre –kennwortgeschützte- Teilnahme an unserer Datenbank zuzusagen. Innerhalb kürzester Zeit haben sich bereits 35 Manager entschlossen, Produkte aus ihrem Fondsangebot mit einer Reihe von Angaben auf telosia einzustellen. Wir gehen davon aus, dass sich die Anzahl der interessierten Manager schnell verdoppeln wird. Eingeladen haben wir sowohl Anbieter von „Plain Vanilla“ - Produkten wie auch von speziellen Produkten wie Hedge Fonds oder Nachhaltigkeitsansätzen. Telosia bietet den Rahmen für sämtliche Assetklassen, so auch von Immobilienfonds. Parallel haben wir einige große institutionelle Anleger gebeten, gewissermaßen als Versuchskaninchen telosia zu erproben. Sowohl die inhaltliche Tiefe wie auch die Bedienerfreundlichkeit wussten zu überzeugen. Angemeldet haben sich große, internationale Adressen genauso wie Asset Management-Boutiquen. Damit kann der Investor, dem ebenfalls ein kennwortgeschützter Zugang zu unserer Datenbank garantiert wird, über sonstige Informationsquellen wie Consultants oder Websites der Asset Manager hinaus seinen Searchprozess professionalisieren. Dieser Service steht dem Anleger kostenfrei zur Verfügung und auch unabhängig von der Größe des Mandates, wobei ein Mindestvolumen von 1 Mio. € vorgesehen ist. Sowohl der Erwerb von Publikumsfondsanteilen wie die Suche nach einem Spezialfonds-Anbieter stehen offen. In allen Fällen kann der Verantwortliche etwa einer Versicherung, Pensionskasse, einer

Stiftung, eines Industrieunternehmens oder eines Versorgungswerkes die für die Auflegung eines Fonds erforderlichen Rahmendaten in seinem geschützten „**Account**“ anlegen. Unsere Aufgabe besteht darin, diese Anfrage an die in Frage kommenden teilnehmenden Manager weiterzuleiten. Soweit uns bestimmte Daten nicht vorliegen oder diese nicht aktuell sind, fordern wir die Manager auf, diese zu aktualisieren. Der Investor erhält somit von uns die Namen und Daten zu einer Reihe von Asset Managern, die er bislang als Anbieter noch nicht kannte. Dazu erhält er umfangreiche Informationen über Produkte, die die Ziele seiner Investmentideen optimal abdecken können. Als Zusatz-Service kann der Investor auch „**qualitative**“ **Zusatzinformationen** über telosia von den Managern einfordern. **Um dem Investor die Suche zu erleichtern, kann er von uns eine Vorauswahl über von ihm zu definierende Kriterien (z.B. Performance über die letzten Jahre, Risikokennziffern u.a.) abrufen.** Auch dieser Service steht kostenfrei zur Verfügung. Von den Managern fordern wir nur im Falle der Teilnahme an einer Ausschreibung eine geringe Teilnahmegebühr ein. Aus unserer neutralen Position aus dem Bereich „Qualitativer Ratings“ möchten wir mit diesem Zusatzangebot die im Markt dringend erforderliche Transparenz über Anbieter wie Produkte verbessern helfen. Investoren und Asset Manager ziehen beide den größten Nutzen, wenn sie sich aktiv an „telosia“ beteiligen, also Manager ihre Produkte einstellen und Investoren sich unsere Unterstützung bei Ausschreibungen sichern.

What to do? Asset Manager wie Investoren melden sich unter www.telosia.de und „Open New Account“ an. Sie erhalten dann ein „Kennwort“, das Ihnen jederzeit die aktive Nutzung der Datenbank gestattet. Sie können in Ihrem Hause verschiedenen Personen den Zugang - auch mit unterschiedlichen Nutzungsmöglichkeiten (z.B. nur „Leserecht“ oder mit „Befugnis, Daten einzustellen bzw. zu verändern“) einräumen. Aktuell haben wir die Asset Manager gebeten, ihre Produkte auf telosia einzustellen, so dass sie davon ausgehen können, dass die Investoren also in Kürze unsere Datenbank effizient nutzen

können.

Aktuelle Hinweise zu Ratingverfahren:

Die Ergebnisse der aktuellsten **TELOS Fondsratings** finden Sie in der anschließenden Tabelle. **Master KAG**-Anbieter nutzen qualitative Ratings zunehmend zur Differenzierung gegenüber ihren Wettbewerbern. In Kürze werden wir zwei weitere Ratings bekannt geben.

Eine ähnliche Entwicklung zeichnet sich bei **Depotbanken (Custodians)** ab, die zunehmend Schnittmengen mit dem Serviceangebot von Master KAGen aufweisen. Auch auf diesem Feld, auf dem wir von unserem Kooperationspartner Kommalpha Institutional Consulting, unterstützt werden, können bald erste Ergebnisse präsentiert werden. Die **BNP Paribas Securities Services S.A. (Zweigniederlassung Frankfurt am Main)** hat als erste Depotbank ein Ratingverfahren bei uns durchlaufen.

Aktuelle Studien:

Im Zusammenhang mit den Ratings von **Master KAGen** haben wir wieder eine umfassende über diesem Markt durchgeführt. Die entsprechende Studie wird Anfang September vorliegen.

Zufriedenheitsstudie 2008: Gemeinsam mit Prof. Homburg & Partner, Mannheim, haben wir institutionelle Anleger nach deren Zufriedenheit mit den Asset Managern befragt, mit denen sie aktuell zusammenarbeiten. Erste Ergebnisse können Sie unserer Extra-Information auf der folgenden Seite entnehmen. Die besten Anbieter sind mit einem Award gekürt worden.

Den Markt für **Alternative Investments** (und Rohstoffe) beleuchten wir derzeit im Zuge einer Studie zusammen mit „Kommalpha Institutional Consulting“. Die Befragung ist aktuell noch im Gange.

Vorabinformation – TELOS zieht um

Wir werden ab dem 20. Oktober 2008 unser neues Büro im Luisenforum in **65185 Wiesbaden** in der **Kirchgasse 2** beziehen. Alle Kontaktdaten bleiben im Übrigen bestehen.

FONDSNAME:	ISIN:	Rating:	Datum:
Cominvest TAARA	LU0224474329	AAA-	05/2008
M&G Asian Fund	GB0030939770 GB0030939994	AA+	05/2008
DJE – Dividende & Substanz	LU0159551042	AAA-	05/2008
First Private Aktien Global	DE000A0KFRT0	AAA	05/2008
Insight European Equity Market Neutral Fund	JE00B1HL8T73	AA+	05/2008
Deka-EuropaPotential	DE0009786277	AA	06/2008
VCH New Energy	LU0283850484	AA+	06/2008
Aberdeen Global – World Equity Fund	LU0094547139	AAA-	06/2008
Sparinvest European Value	LU0264920413	AA	07/2008
VCH Expert Natural Resources	LU0184391075	AA	07/2008
First Private Europa Aktien ULM	DE0009795831	AA+	07/2008
Cominvest Emerging Market Bonds P	DE0009769646	AA+	08/2008
Wallberg Real Estate P	LU0322787366	AA-	08/2008

Bereits zum vierten Mal ermittelte TELOS gemeinsam mit der in Mannheim, München und Boston ansässigen Managementberatung Prof. Homburg & Partner in der Gemeinschaftsstudie 2008 die Kundenzufriedenheits-Champions innerhalb der Kapitalanlagegesellschaften (KAG) in Deutschland.

Für die telefonisch befragten 304 institutionellen Investoren sind die Sieger in den nach Assets und Management geordneten Kategorien folgende: Im Bereich über 30 Mrd. € verwaltetes Vermögen in Deutschland liegen **Universal, cominvest und Union Investment** vorn. Bei 10-30 Mrd. € verwaltetem Vermögen gewinnen **Erste Sparinvest, Bayern Invest und Helaba Invest**. Den Bereich unter 10 Mrd. € verwaltetes Vermögen in Deutschland führen **Lampe, Berenberg und Black Rock** an.

Die Studie deckt gut ein Drittel des deutschen Spezialfondsmarktes ab und offenbart große Unterschiede in der Kundenzufriedenheit und -loyalität mit den einzelnen Anbietern. Die Ergebnisse zeigen auf, dass aufgrund der aktuellen Marktturbulenzen in 2008 insgesamt die bislang niedrigsten Kundenloyalitätswerte gemessen wurden. Dies ist nach Auskunft von Dr. Peter Klenk (Prof. Homburg & Partner), einem der beiden Leiter der Studie, auch ein Zeichen dafür, dass viele Investoren Ihre Mandate überdenken würden. Die Studie liegt als Standardpaket und als individuelle Benchmarkstudie für die bewerteten Asset Manager vor.





Frau Rositsa Shivacheva, Fortis Investments

Fortis Investments ist ein internationaler Asset Manager mit europäischen Wurzeln und immer stärkeren Marktpositionen in Asien, Nord- und Südamerika. Infolge der Übernahme von ABN AMRO Asset Management verwaltet Fortis Investments ein Vermögen von 218 Mrd. Euro***. Das Unternehmen erwirtschaftet mehr als 50% seines Umsatzes über externe Vertriebspartner. Mit einer Präsenz in mehr als 30 Ländern und 40 Investmentzentren weltweit ist Fortis Investments ein echter Global Player. Von denen seit der Fusion über 2.000 Mitarbeitern sind etwa 600 Investment-spezialisten. Das Angebot reicht vom institutionellen Asset Management bis zur Entwicklung und dem Management von Publikumsfonds (wie dem Fortis L Fund mit seinen etwa 160 Teilfonds). Fortis Investments orientiert sich an den vielfältigen Erfordernissen seiner Kunden und verfolgt dazu einen disziplinierten Investmentansatz.

*** vorläufige Zahl (nach der Übernahme), Stand 1. April 2008

Die Tiger werden grün Umweltschutz in Asien bietet Chancen

Umweltschutz selten auf dem Radar der Analysten – Marktpotenzial nicht erkannt.

Asien hat in den letzten Jahren einen Rekord nach dem anderen gebrochen. So nun auch in Sachen Umweltverschmutzung. Denn rasantes Wachstum hat seinen Preis. Der sich beschleunigende Prozess der Urbanisierung, die steigende Bevölkerungszahl und der fortschreitende Grad der Industrialisierung sind die Hauptursachen der Umweltprobleme. In manchen Teilen Asiens hat die Umweltverschmutzung bereits ein alarmierendes Ausmaß angenommen. Inzwischen haben die Regierungen in Ländern wie China und Indien jedoch begriffen, dass die wachsenden Umweltprobleme nicht allein der Natur und dem Menschen, sondern letztendlich auch dem Wirtschaftswachstum schaden und zu sozialen Spannungen führen können. Lt. einer O-ECD Studie führt die Luftverschmutzung in China zu krankheitsbedingten Ausfällen der Arbeiter und Arbeitnehmer, die das Sozialprodukt um 3% mindern. Die Verunreinigung des Wassers kostet das Land 2% seines landwirtschaftlichen Ertrags. 19 Mrd. € muss China aufwenden, um die Folgen der Kohleemission zu mildern. Aus diesen Gründen werden in Asien Investitionen in Milliardenhöhe getätigt und staatliche Regulierungen zur Bekämpfung der dringendsten Umweltprobleme in die Wege geleitet. Für Anleger eröffnen sich deshalb in Fernost aussichtsreiche Chancen, besonders in den Bereichen Wasser, Müll und Energie. Allein das Potenzial des Wassermanagements ist enorm:

- *China hat die sechstgrößten Wasserkapazitäten der Welt, aber gleichzeitig nur eine Pro-Kopf-Wasserrate von 28% des weltweiten Durchschnittswertes.*
- *In 118 Städten sind 64% des Trinkwassers stark verunreinigt (Chinesisches Ministerium für Wasser); nur 3% gelten als sauber.*

- *Indien wird ohne eingreifende Maßnahmen ab 2020 Probleme haben, genügend Trinkwasser zur Verfügung zu stellen.*

China hat deshalb das Wassermanagement auf die politische Agenda gesetzt und die Strafen für Wasserverschmutzung stark erhöht. Im 5-Jahres-Plan von 2006 wurde festgelegt, 92 Mrd. € in die Wasserversorgung, -reinigung und -wiederaufbereitung zu investieren. In Indien, das 4% der Weltwasserreserven besitzt und in dem 16% der Weltbevölkerung leben, wird das Wasser 2020 knapp. Die Landversorgung ist lückenhaft und vorhandene Wasserleitungen befinden sich in einem schlechten Zustand. Auch hier will die Regierung massiv in die Infrastruktur investieren. Vor diesem Hintergrund haben börsennotierte Firmen, die in den Bereichen Wasserversorgung und Wasserreinigung innovative Techniken entwickelt haben, gute Chancen, von diesen Investitionen zu profitieren. Denn die Situation in den asiatischen Ländern wird sich zunächst weiter verschlechtern und den Investitionsdruck auf die Behörden erhöhen.

Neben Wasser ist Müll das zweite große Umweltthema:

- *16 der weltweit 20 am meisten verschmutzten Städte liegen in China.*
- *China hat die USA als größter Müllzeuger der Welt abgelöst.*
- *Nur 20% des anfallenden Mülls wird umweltgerecht entsorgt.*

Auch hier sieht der 5-Jahres-Plan der chinesischen Regierung vor, 4,9 Mrd. € in Müllaufbereitungsanlagen zu investieren. Ausgelöst durch die Infektionskrankheit SARS flossen in China bereits 700 Mill. € in den Bau von 300 modernen Abfallbeseitigungsanlagen. Aber Müll ist in Asien auch außerhalb Chinas ein Thema: Lt. einer Untersuchung der Weltbank kämpfen die meisten asiatischen Städte damit. Auf den Philippinen z.B. werden nur 40% des Mülls eingesammelt. Der Rest wird der

Natur überlassen. Auch dies spricht für Recyclingfirmen und Müllentsorger.

Thema Energie: Klimasünder China

Erst im September 2007 hat die chinesische Regierung entschieden, den Anteil an erneuerbaren Energien wie Wasser-, Solar-, Windkraft, Ethanol und Biodiesel an der gesamten Energieversorgung zu erhöhen. Demnach soll dieser von 7,5% (2005) auf 15% im Jahr 2020 steigen. Hintergrund ist, dass der Energieverbrauch der chinesischen Bevölkerung in den letzten 5 Jahren jährlich um 11,2% gestiegen ist. China ist somit hinter den USA der zweitgrößte Energieverbraucher. Leider geht damit auch der Titel des größten weltweiten Umweltsünder einher, da China hauptsächlich Kohle als Energiequelle nutzt.

Auch andere asiatische Staaten haben bereits Gesetze zur Förderung erneuerbarer Energien erlassen und Ziele zu deren verstärkter Nutzung gesetzt. Dazu zählen Indien, Thailand, Malaysia, Indonesien, die Philippinen, Taiwan und Südkorea. Indien plant bsp. in den nächsten Jahren 10% des Energiebedarfs aus regenerativen Energien zu speisen. Bereits heute zählt Indien mit 4200 Megawatt (2005) zu den größten Erzeugern von Windenergie. Die Kapazitäten sollen um 2200 Megawatt bis 2010 erweitert werden. Beim Bau von Windturbinen gehört Indien zu den weltweit führenden Anbietern. Auch im Bereich Biomasse legt der Vielvölkerstaat ein beachtliches Tempo vor: Hier sollen die Kapazitäten bis 2010 auf 1272 Megawatt erhöht werden, insbesondere um die Landbevölkerung zu versorgen.

Viel von dem Wissen, das China und Indien zur Bewältigung ihrer Umweltprobleme benötigen, muss aus der westlichen Welt eingebracht werden. Bereits jetzt haben viele europäische Firmen, die sich auf Abfallentsorgung und Wassermanagement spezialisiert haben, entsprechende Beteiligungen an lokalen, asiatischen Firmen. Zunächst bekommen diese Firmen dadurch einen Zugang zu den asiatischen Märkten. Nachdem das Wissen auf die lokalen Firmen übergegangen ist, wird die Firma dann selbst ein interessantes Investmentziel. Aber nicht alles kommt aus dem

Westen: China und Indien besitzen schon selbst erfahrene und modern ausgerüstete Unternehmen, die im Markt hervorragend positioniert sind und eine gute Kapitalausstattung haben. Die Indische Suzlon, Betreiber des größten asiatischen Windparks und Nr. 5 weltweit der Turbinenhersteller, war kapitalkräftig genug, die deutsche Windkraft-Firma Rewlon Systems AG zu kaufen. Die Investmentchancen, die sich durch die Umweltprobleme ergeben, sind vielseitig. Allerdings befindet sich das Thema „Nachhaltigkeit“ gesellschaftspolitisch und wirtschaftlich in Asien in der Reifephase. Das heißt, dass sich noch vieles im Wandel befindet, was mit Chancen und Risiken verbunden ist. Unternehmen müssen sich an neue, staatliche Regulierungen anpassen, ökologische und gesellschaftliche Entwicklungen ausloten und darauf reagieren. Das Gute: Das Thema ist bei vielen Analysten noch nicht auf dem Radar und das Potenzial des Marktes ist noch nicht erkannt.



Henning Busch, Managing Director, Head of Asset Management Germany/Austria

Marktsituationen, wie sie in den vergangenen Monaten auftraten, haben einmal mehr gezeigt, dass eine einfache Allokation zwischen Aktien und Renten keine ausreichende Diversifikation eines Portfolios erreichen kann. Entscheidend ist es daher, unkorrelierte Assetklassen zu finden und die steigende Volatilität aktiv zu nutzen.

Die Credit Suisse bietet im Bereich Asset Management eine umfassende Produktpalette mit allen Anlagekategorien an, die neben Aktien, Anleihen und Multi Asset Class-Produkten insbesondere alternative Investments mit geringer Korrelation zu den traditionellen Assetklassen beinhaltet. Beispielhaft genannt sei hier eine sehr erfolgreiche GTAA Strategie, Insurance Linked Strategies, Immobilien und Private Equity. Die Nutzung von Volatilität als Assetklasse wird bei Credit Suisse in der Volaris Group mit einem Team von 25 Professionals betrieben.

Volatilitätsmanagement als zusätzliche Renditequelle

Volatilität als investierbare Anlageklasse in Form von Investmentfonds steht neuerdings bei vielen erfahrenen Investoren, die eine alternative Alphaquelle suchen, im Fokus. Die negative Korrelation zu den meisten traditionellen Anlageklassen und die damit gute Diversifikationseigenschaft machen Volatilität zu einer höchst interessanten Alphaquelle. Zudem nimmt in Zeiten rückläufiger Marktentwicklungen die Volatilität üblicherweise stark zu und die negative Korrelation wird oft noch ausgeprägter. Volatilitätsmanagement kann und wird daher zunehmend nicht nur als Mittel zur Risikoreduktion, sondern auch als unkorrelierte, alternative Alphaquelle genutzt.

Volatilität ist ein Risikofaktor, der abgesichert, nicht aber vollständig eliminiert werden kann. Die zukünftige Volatilität eines Basiswerts ist a priori nicht bekannt, kann aber durch die sogenannte implizite Volatilität einer Option berechnet bzw. geschätzt werden (Formel von Black-Scholes). Somit ist die implizite Volatilität jederzeit bestimmbar und kann mittels entsprechender Optionen gehandelt werden. Eigentlich müsste man erwarten, dass sich im Gleichgewicht implizite und realisierte Volatilität annähern, dem ist jedoch nicht so. Optionen unterschiedlicher Laufzeiten haben abweichende Volatilitäten eingepreist. Diese stark unterschiedlichen Einschätzungen bieten professionellen Managern eine Reihe von profitablen Möglichkeiten. Optionsmarkt-Teilnehmer, die eine von der impliziten Volatilität abweichende Einschätzung der zukünftigen Volatilität haben, können entsprechende Wetten abschliessen und damit attraktive Renditen erzielen. Beispielsweise können Volatilitätsverkäufer die implizite Volatilität relativ zur erwarteten Volatilität des Basiswerts (Markt, Aktie usw.) als zu hoch erachten und sich mit dieser Strategie einen Zusatzertrag erhoffen.

Der Wert der Volatilität

Im Gegensatz zu vielen realen Vermögensanlagen hat Volatilität und dessen reger Han-

del eine Zeitkomponente. Bei Verfall einer Option hört die implizite Volatilität auf zu existieren und der Wert hängt nur noch vom Wert des Basiswerts und dem vereinbarten Ausübungspreises (Strike) ab. Bei der Bewertung von Volatilität spielen Angebots-/Nachfragekomponenten eine wichtige Rolle. So übersteigt bei Out-of-the-Money (OTM) Indexputs die Nachfrage üblicherweise das Angebot infolge der Investoren, die ihre Portfolios absichern wollen. Im Gegensatz dazu übersteigt das Angebot nach Call-Optionen mit hohen Ausübungspreisen als Folge von Covered-Call-Strategien die Nachfrage und führt zu niedrigen impliziten Volatilitäten. Weiter haben strukturierte Produkte und Wandelanleihen-Emissionen einen großen Einfluss auf Optionsmärkte und deren Preise. All diese Angebots- und Nachfrage-Faktoren schaffen zusätzliche Möglichkeiten für aktives Management.

Eigenschaften der Volatilität

Implizite Volatilität ist positiv mit der realisierten Volatilität korreliert. Oder genauer ausgedrückt, Prognosen der zukünftigen Volatilität sind von der aktuellen und der kürzlich beobachteten Volatilität abhängig. Dies gilt speziell für kurze Zeithorizonte. Volatilität ist jedoch oft asymmetrisch verteilt. Aktienmärkte beispielsweise tendieren dazu, bei fallenden Märkten Verkaufsaufträge auszulösen, die den Trend nach unten verstärken. Steigende Märkte hingegen lösen momentum-getriebene Zusatzkäufe aus, was die Volatilität zusätzlich drückt und über längere Zeit niedrig hält. Volatilitätsmuster zeigen daher eine gewisse zeitliche Persistenz, bis sie sich allmählich wieder dem Gleichgewicht annähern.

Die inverse Beziehung zwischen Volatilität und Marktpreis des Basiswerts kann oftmals auch ökonomisch erklärt werden. Wenn zum Beispiel der Wert einer Firma ansteigt, dann sinkt die Fremdfinanzierungsquote und damit das Risiko bankrott zu gehen. Entsprechend sind das Risiko und damit die Volatilität negativ korreliert. **Abbildung Nr. 1** (siehe bitte Seite 11) zeigt die inverse Beziehung zwischen Aktienmarktindices und dem entsprechenden Markt-Volatilitätsindex. Der Swiss Market Index (SMI) zum Beispiel weist von 1999 bis

2006 eine Korrelation von -0,64 zum VSMI auf. Ein Beta von -3,5 legt einen starken Diversifikationseffekt bei einer Investition in den VSMI nahe.

Volatilitätsinstrumente

Bis vor kurzem waren Optionen die primären Instrumente, um Volatilität zu handeln. Der Handel mit Put- und Calloptionen sowie den unterliegenden Werten ist selbstverständlich nach wie vor wichtig, um Volatilität aktiv zu managen. In letzter Zeit sind jedoch neue Instrumente, vor allem im OTC-Markt entstanden, die effizienter, transparenter und noch kostengünstiger sind.

Direktionale Strategien

Bei einer direktionalen Volatilitätsstrategie drückt der Manager seine Meinung hinsichtlich der zukünftigen Entwicklung der Volatilität aus. Eine oftmals verfolgte Strategie besteht darin, den Unterschied zwischen impliziter und realisierter Volatilität auszunutzen. Ein Investor kann zu diesem Zweck eine sogenannte Straddle oder Strangle Position eingehen. Ein long (short) *Straddle* besteht aus dem gleichzeitigen Kauf (Verkauf) einer Call- und einer Putoption mit dem gleichen Ausübungspreis und demselben Verfalldatum. Eine *Strangle* Position dagegen weist unterschiedliche Ausübungspreise auf, ist aber ansonsten identisch. Am Anfang sind die beiden Positionen so konzipiert, dass sie "delta-neutral" sind. Das heißt, der Wert der Position hängt nicht vom Preis des Basiswertes ab. Long (short) Straddle Investoren erwarten höhere (niedrigere) realisierte Volatilitäten, als in den Optionen eingepreist sind. Die eigentliche Herausforderung bei diesen Strategien ist die laufende Überwachung und die Anpassung bei Marktbewegungen, um deren Delta-Neutralität zu erhalten.

Ein schnell wachsendes Volatility-Produkt ist der *Variance-Swap*. Dieses OTC-Instrument erlaubt es dem Käufer, entweder ein Long- oder Short-Exposure in einer bestimmten Markt-Volatilität über eine bestimmte Zeitperiode einzugehen. Bei Verfall des Swaps wird sich eine Long-Position auszahlen, falls die realisierte Variance höher als die vertraglich vereinbarte Variance ist. Der vereinbarte Stri-

ke-Preis wird am Anfang festgelegt und ist ein ungefährender Durchschnitt aller impliziter Volatilitäten über die verschiedenen Strike-Preise einer bestimmten Laufzeit. Bei Verfall wird der Wert aus der Differenz zwischen der realisierten Variance im Verhältnis zum vertraglich vereinbarten Strike-Preis bestimmt.

Eine direktere Art, seine Einschätzung auszudrücken, ist der Kauf eines *Volatility-Futures*. Investoren, die glauben, die zukünftig implizite Volatilität werde steigen, können dies mittels des Kaufs eines Volatility-Futures tun. Es gibt mittlerweile Volatility-Futures auf den S&P500, DowJones Industrial Average, Euro Stoxx 50, DAX sowie dem SMI. Der Kauf eines Volatility-Futures kann kurzfristig Schutz vor fallenden Aktienmärkten bieten.

Overlay-Strategien

Eine Volatilitäts-Overlay-Strategie kann drei Ziele verfolgen: Zusatzertrag zu generieren, Risiko zu reduzieren oder - was zumeist praktiziert wird - beides in Kombination.

Eine gedeckte Callposition (Put) besteht aus einer short (long) Callposition kombiniert mit einer Longposition (Shortposition) im Basiswert. Beispielsweise besteht der Euro Stoxx 50 BuyWrite Index aus einer Longposition im Euro Stoxx 50 und einer 100%-igen Shortposition in einer 1-Monats 5% OTM (out-of-the money) Calloption. Im Zeitraum von 31.07.1998 bis 31.10.2007 lieferte diese passive Overlay-Strategie 5,63% per annum Rendite mit einer Volatilität von 7,22%. In der gleichen Periode erzielte der Basis-Index eine Rendite von 3% bei einem Risiko 19,52%.

Es kann daher sehr viel Sinn machen, einen Teil des Aktienportfolios quasi als "Portable Alpha" Konzept mit einer Overlay-Strategie zu versehen. Es gilt jedoch zu beachten, dass bei aktiven Covered-Call-Strategien laufend der Ausübungspreis, das Verfalldatum sowie die Anzahl der zu verschreibenden Aktien festgelegt werden müssen. Außerdem müssen Optionspositionen, die In-the-Money sind, vorzeitig aufgelöst und erneuert werden, um das Aufwärtspotential nicht zu stark zu beschneiden.

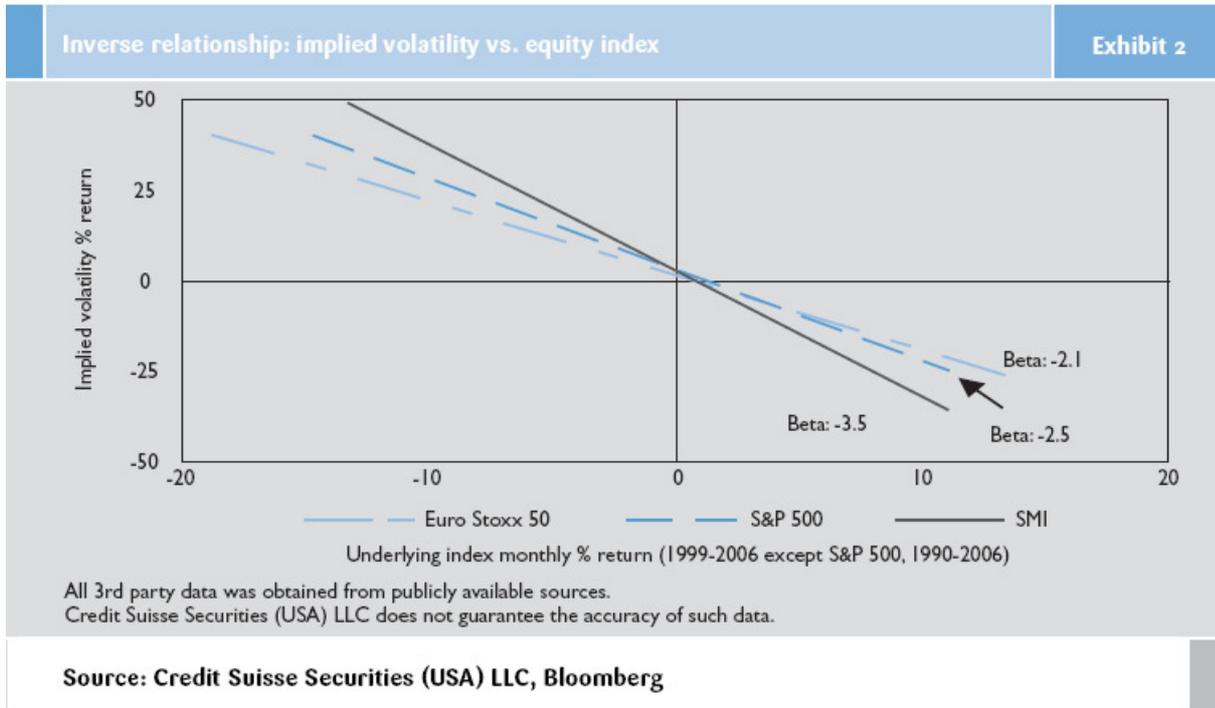
Fazit: Volatilität als Chance

Volatilitätsstrategien gehören zunehmend zum Repertoire von institutionellen Investoren und Hedge Fund-Managern. Die permanente Überwachung der zum Teil komplizierten Options-Strategien ist zeitintensiv und erfordert Know-how sowie eine gute Ausstattung mit leistungsfähigen Risikomanagement-Systemen. Hinzu kommen noch aufwändige Vertrags- und Dokumentationsarbeiten vor allem im OTC-Markt. Spezialisierte Manager, wie das seit vielen Jahren etablierte und erfahrene Credit Suisse Volaris Team, können hier mit Expertise und Rat zur Seite stehen.

Autoren:

Karlheinz Muhr, Americas Regional Key Account Mgmt, New York

Henning Busch, Head of Asset Management Germany/Austria der Credit Suisse (Deutschland) AG, Frankfurt



(Abbildung Nr. 1)



portfolio institutionell Awards 2009 und Fachforum — das Branchenevent für Investoren

Mit den portfolio institutionell Awards wollen wir Anstöße für die institutionelle Kapitalanlage in Deutschland, für mehr Transparenz und für eine fruchtbare Diskussion geben. Die Auszeichnungen gehen an Investoren in Deutschland, die beispielhaft und nach vorne gerichtet ihre Kapitalanlagen oder einen Bereich hieraus managen. Ziel ist es, die Professionalität in der institutionellen Kapitalanlage weiter zu fördern und Investoren eine Plattform für ihre Kommunikation zu bieten.

Fachlichen Input, Wissensaustausch und eine Plattform für Diskussionen von Investoren bieten wir mit dem portfolio institutionell Fachforum, das am Tag der Award-Verleihung am 23. April 2009 wieder in Düsseldorf stattfindet. Das Fachforum 2009 steht unter der Überschrift: **Indizes und Benchmarks — Portfolio -Leitsysteme auf dem Prüfstand.**

Die portfolio institutionell Awards wollen gut vorbereitet sein, geht es doch darum, möglichst viele erfolversprechende Favoriten für die Auszeichnungen 2009 ins Rennen zu schicken. Darum auch jetzt unsere Aufforderung an Sie, möglichst viele aussichtsreiche Kandidaten zu nominieren.

Nominieren Sie online unter www.portfolio-institutionell-awards.de

Kontakt:

Janina Teichmann
Manager Operations
Marketing & Events

portfolio Verlagsgesellschaft mbH
Kleine Hochstrasse 9 - 11
D-60313 Frankfurt

t: +49 (0)69 8570 8153

f: +49 (0)69 8570 8149

w: www.portfolio-verlag.com

w: www.portfolio-international.de

w: www.portfolio-institutionell.de

e: j.teichmann@portfolio-verlag.com