

besser

*als anders*

## Newsletter

Managerauswahl aus finanzpsychologischer Sicht | Warum macht Quantitative Analyse Sinn? | Zur Performance von CTAs bei fallenden Bondpreisen

Im unserem letzten Newsletter hat Monika Müller, die Inhaberin der FCM Finanz Coaching in Wiesbaden, aufgezeigt, wie wichtig es ist, bei der Auswahl eines Managers/CTA dessen organisatorischen Strukturen zu verstehen.

Die meisten CTAs definieren ihr Produkt primär über die in der Vergangenheit erzielten Resultate, den Trackrecord. Ein grosser Teil der Investoren basiert die Allokationsentscheide sehr stark auf diese Performanceberechnungen. Wir glauben, dass der Trackrecord primär als Input für die Quantitative Analyse verstanden werden sollte. Diese liefert verlässliche Kennzahlen und wirft Fragestellungen, welche in die Qualitative Analyse einfliessen sollten auf.

In diesem Newsletter macht Monika Müller deutlich, warum die Qualitative Analyse im Zentrum der Due Diligence stehen sollte. Die Qualität eines CTAs ist «im Hause» des Managers und bei dessen Bewohnern zu suchen: in der Teamkultur, der Art und Weise wie Entscheide gesucht und gefällt werden oder wie mit Stress umgegangen wird. Im zweiten Teil des Artikels über «Managerauswahl aus finanzpsychologischer Sicht» gibt Ihnen Monika Müller ganz konkrete Fragestellungen und Analyse-Hilfsmittel mit auf den Weg.

Bei der Selektion von Managern werden wir immer wieder gefragt, in welchem Umfeld eine Strategie die beste Performance bringen kann. Genau vorausagen kann man das nicht, sonst hätte man ein zu leichtes Spiel als Portfolio Manager. Der Bericht von Dr. Felix Waldermann, der bei der SwissQuant Group für die Entwicklung von quantitativen Handelsstrategien verantwortlich ist, zeigt aber auf, dass es sich durchaus lohnt, solche Zusammenhänge sehr genau anzuschauen.

Mit unserem Newsletter bekommen Sie einmal mehr eine geballte Ladung von Inputs für die Arbeit mit CTAs. Wir wünschen Ihnen viel Spass bei der Lektüre, grossen Erfolg bei Ihrer Arbeit und wir freuen uns über Ihr Feedback.

Freundliche Grüsse  
Bernhard Steiner



# Managerauswahl aus finanzpsycholo- gischer Sicht

Teil 2 Qualität erkennen – Qualität gestalten

Monika Müller, FCM Finanz Coaching

Je klarer die Kriterien für die Qualität eines Managers, desto mehr Sicherheit bei der Auswahl: Im ersten Teil haben wir den Blick auf die erfolgreiche Entwicklung und Rollenaufteilung eines Unternehmens genutzt, um Kriterien für gute Manager zu finden. Im Teil 2 sollen Details zu Entscheidungsprozessen, Verhalten und Persönlichkeit des potenziellen Kandidaten das Bild ergänzen. Eine Matrix hilft dabei, alle Ebenen des Unternehmens zu analysieren. Sieben Kernkompeten-

zen im Portfoliomanagement geben ein weiteres Puzzle zu einem aussagekräftigen Bild.

Und getreu dem Motto «Nach dem Spiel ist vor dem Spiel» werden abschliessend wichtige Kriterien für die Vertragsphase, die Zusammenarbeit und wenn nötig die Trennung von einem Manager vorgestellt.

# «Qualität erkennen»

Qualität erkennen – die «FCM Matrix für Erfolg» in Investmentunternehmen

Damit bei der Managerauswahl auch die qualitativen Faktoren ausreichend berücksichtigt werden, brauchen Kunde oder Consultant eine strukturierte Vorgehensweise. Aus über 10 Jahren FCM Coaching von

Portfoliomanagern und Händlern ist eine Matrix entstanden, die es auch in Auswahlprozessen erlaubt, systematisch die qualitativen Aspekte zu berücksichtigen.

*«Wie sich Glück von Können unterscheiden lässt»*



## FCM Matrix zur Bewertung aller Ebenen

	Unternehmen	Abteilung/Team/Ausschüsse	Einzelner Portfoliomanager
Businessplan	<p><b>Starke Kultur:</b> Werte, Visionen, Ziele und dazu passende</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>· Organisationsstruktur</li> <li>· klare Aufgabenstellungen</li> <li>· Menschenbild</li> <li>· Führungskonzept (Unternehmer/Manager/Fachkraft)</li> <li>· Qualitätsmanagement</li> <li>· Belohnungssysteme</li> <li>· Risikobereitschaft</li> <li>· Frühwarnsysteme/ Risikokontrolle</li> <li>· ...</li> </ul>	<p><b>Starke Zusammensetzung:</b> Heterogenität oder Homogenität und dazu passende</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>· Verantwortungs- und Aufgabenübergabe</li> <li>· klare Rollenverteilung bei Entscheidungen</li> <li>· kluge Entscheidungsregeln</li> <li>· Belohnung/Gehalt</li> <li>· ...</li> </ul>	<p><b>Starke Personen:</b> Charakter vor Fachwissen und dazu passendes</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>· wissenschaftlich fundiertes Modell für Personalauswahl (z.B. mit Hogan Assessment<sup>1</sup>)</li> <li>· Belohnung/Gehalt</li> <li>· ...</li> </ul>
Anlageplan	<ul style="list-style-type: none"> <li>· Investmentphilosophie</li> <li>· Transparenter Investmentprozess</li> <li>· passende Benchmark und Performancemessung</li> <li>· Personelle/technische Umsetzung</li> <li>· Krisenmanagement</li> <li>· ...</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· pragmatisches Modell für Zusammenarbeit (z.B. Teamrollenmodell von Belbin<sup>2</sup>)</li> <li>· eindeutige Regeln in der Zusammenarbeit</li> <li>· effiziente Entscheidungsprozesse</li> <li>· Wissen um die Psychodynamik von Finanzentscheidungen im Team</li> <li>· Wege zu deren Steuerung</li> <li>· Krisenkommunikation</li> <li>· ...</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· kluge Investment-Ideen</li> <li>· effektive Informationsverarbeitung</li> <li>· klare Präsentation der Info</li> <li>· einfache Regeln für Investmententscheidungen</li> <li>· Wissen um die Psychodynamik (Ratio, Intuition, Emotion) von Finanzentscheidungen im inneren Team</li> <li>· ...</li> </ul>
Tagesplan	<ul style="list-style-type: none"> <li>· Backoffice</li> <li>· transparente Kommunikation von aktuellen Entscheidungen</li> <li>· ...</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· Denken und Handeln aus einem Teammindset</li> <li>· klare, aufgabenorientierte Kommunikationsprozesse</li> <li>· Metakommunikation zur Reflexion der täglichen Pitfalls der Entscheidungsfindung (Behavioral Finance)</li> <li>· Konfliktmanagement</li> <li>· ...</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· Selbstreflexionsfähigkeit</li> <li>· Umsetzungsdisziplin</li> <li>· Selbstmanagement</li> <li>· Mentale Techniken, z.B. für Stressmanagement</li> <li>· ...</li> </ul>

<sup>1</sup> Hogan: [www.hoganassessments.com](http://www.hoganassessments.com)

<sup>2</sup> Belbin, M.: [www.belbin.com](http://www.belbin.com)

Die qualitative Bewertung von aussen ist eine Herausforderung. Wirklich kennen lernen werden sich Kunde und Manager erst, wenn sie sich füreinander entschieden haben. Doch gibt die Matrix-«Brille» Anstoss, in zentralen Bereichen schon beim Kennenlernen die richtigen Fragen zu stellen:

### Die Bewertung der Unternehmens- und Teamebene

#### **Konzentration auf den Kunden und starke Unternehmenskultur**

Hat das Unternehmen den Kunden klar im Blick (Stärke nach aussen) und lebt es eine starke Kultur (Stärke nach innen)? Interessiert sich das Unternehmen für die Bedürfnisse seiner Kunden? Haben aktuelle und zukünftige Werte im Unternehmen eine hohe Übereinstimmung, oder unterliegt das Unternehmen Moden, die es erlauben dem Kunden nach dem Mund zu reden oder Hochglanzbroschüren zu bestücken, die sich aber nicht im Alltag widerspiegeln?

#### **Entscheidungsprozesse des Unternehmens**

Wie werden Investmententscheide getroffen? Werden Grenzen beherzigt, direkt und klar eingehalten? Wird die Einstellung von Mitarbeitern genauso professionell vorgenommen? Wie werden sie entlassen? Nicht nur in Krisenzeiten muss der Manager seine Strategie überprüfen. Wie findet dieser Prozess statt? Wer ist beteiligt?

Wie wählt der CTA (Commodity Trading Advisor) seine Strategie für wichtige Entscheidungen?

- Entscheidet er vollkommen alleine? Die Gefahr der Selbstüberschätzung ist gross.
- Entscheidet er alleine, nachdem er Input erhalten

hat? Dann kommt es darauf an, dass der Input aus exzellenter Quelle stammt.

- Entscheidet das Managerteam aufgrund von Diskussionen nach dem Mehrheitsprinzip? Das ist leider die beste Voraussetzung für zähen Diskussionsverlauf und schleppende Umsetzung der Beschlüsse.
- Entscheidet das Team nach intensiver Diskussion einstimmig? Dafür braucht das Team intelligente Regeln. Aber die Umsetzung erfolgt umso schneller und erfolgreicher.

Eine erfolgreiche einstimmige Teamentscheidung kann gelingen:

Nach dem Austausch von Information, wird Vorschlag für Vorschlag bewusst einstimmig beschieden. Dadurch entstehen eine tiefere Diskussion und höhere Verbindlichkeit. Auch Personen, die zustimmen, obwohl sie zuvor anderer Meinung waren und einen Kompromiss eingehen, haben ein besseres Gefühl, weil kein «schwacher» Gegenvorschlag gewählt wurde. Da sie erlebt haben, dass auch ihre Beiträge gewürdigt wurden, wissen sie, dass auch sie beim nächsten Meeting eine gute Chance haben, mit ihrem Vorschlag «durchzukommen». Meist werden Vorschläge durchdacht und damit für alle akzeptabler. Nicht jede Entscheidung – wie zum Beispiel im kurzfristigen Handel – muss eine Teamentscheidung sein, aber wenn, dann braucht es gute Diskussionsregeln.





### Der einzelne Hedgefondsmanager

#### Sieben Kernkompetenzen im Portfoliomanagement

Worin unterscheiden sich Gewinner von Verlierern? Investmententscheidungen – auch die Entwicklung von Handelssystemen – entstehen im Zusammenspiel von Ratio, Intuition und Gefühlen. Um dieses Spiel zu gewinnen, braucht ein Hedgefondsmanager neben Fachkompetenz und Intelligenz:

1. Weisheit und Intuition
2. Wissen, Lernbereitschaft und Willen
3. Professionelles Stressmanagement und innere Klarheit
4. Gespür für wichtige Veränderungen und Zukunft
5. Selbstsicherheit und gleichzeitig Mut zur Unsicherheit («not knowing»)
6. Selbstwahrnehmungsfähigkeit
7. Präsentations- und Kommunikationsfähigkeit

#### Zu 1) Weisheit und Intuition

Komplexe Entscheidungssituationen, denen Portfoliomanager und Trader häufig ausgesetzt sind, können am besten vom Unterbewusstsein bewältigt werden. Intuition nennt man die Erkenntnis, die plötzlich auftaucht und die wir mit rationalen Argumenten allein nicht erklären können. Die Treffsicherheit ist grösser als man annimmt. Alle Portfoliomanager kennen diesen Moment, jedoch haben nur wenige die Weisheit, ihn wirklich zu nutzen.

#### Zu 2) Wissen, Lernbereitschaft und Wille

Investmentprozesse müssen immer wieder auf Klarheit, Schlüssigkeit und Stabilität geprüft werden. Hier sind rationales Denken und konstantes Monitoring anhand weniger entscheidender Kriterien von grösster Bedeutung. In der Vorbereitungsphase einer Entscheidung lässt der Manager – durch Lernbereitschaft und Neugier begeistert – immer wieder neue Informationsströme zu. Die Herausforderung besteht nun darin, beim Übergang zur darauf folgenden Entscheidungs- und Handlungsphase die Emotionen zu kontrollieren. Denn zu viele Informationsquellen, um sich aus Angst vor Fehlern abzusichern, schmälern die Erfolgchancen erheblich. Es gilt, Distanz, Disziplin und Ausdauer aufrechtzuerhalten, auch wenn immer wieder neue Nachrichten auftauchen. Dies und unbedingter Wille zum Erfolg (Willingness) sind Eigenschaften, die von Meistern auf anderen Gebie-

ten als wichtige Erfolgskomponenten beschrieben werden.

Ein Profi – im Gegensatz zum Anfänger – weiss, wann er die Phase der Informationsaufnahme abschliessen muss. Dann wird er mit den gewonnenen Erkenntnissen, mutig, effektiv und erfolgreich entscheiden.

#### Zu 3) Professionelles Stressmanagement und innere Klarheit

Entscheidungskraft erwächst aus innerer Klarheit. In hoch dynamischen Umgebungen wie im Hochleistungssport und in Extremberufen wie bei der Feuerwehr wird daher mit effektiven mentalen und körperlichen Stress- und Performancemanagementtechniken gearbeitet.

Börsencrashes, Immobilienkrisen und Performanceeinbrüche zeigen deutlich, ob Investmentmanager für Situationen ausserhalb der Komfortzone gewappnet sind.

#### Zu 4) Gespür für wichtige Veränderungen und Zukunft

Wichtige strategische Entscheidungen (Produktentwicklung, Aufbau neuer Abteilungen, Gewinnen von neuen Kundengruppen) bedürfen der Freiheit und Fantasie im Wahrnehmen und Denken. Wach, offen und immer wieder aus dem Zustand der Neutralität heraus agieren, mit keiner Meinung auf immer verheiratet sein – das zeichnet visionäre Lenker im Allgemeinen aus.

#### Zu 5) Selbstsicherheit und gleichzeitig Mut zur Unsicherheit («not knowing»)

Im Portfoliomanagement stehen die Mitarbeiter jeden Tag vor der Herausforderung, Risiken auf sich zu nehmen und sie zu managen. Risiko bedeutet Abweichen von der eigenen Erwartung. Sowohl Gewinne als

*«Risiko können wir nicht exakt bestimmen.» «Howy» Brock*

auch Verluste können den Manager aus der Bahn werfen! In beiden Situationen können Gefühle wie Euphorie, Selbstunsicherheit, Angst vor Fehlern und das Klammern an falsche Orientierungsmarken (Anker, Benchmarks) den Erfolg schmälern. Innere

Unabhängigkeit und Besonnenheit sind gefordert. Nur Menschen, die über ausreichend Selbstsicherheit verfügen, können «Nicht-Wissen» ertragen und mit Disziplin bei einmal getroffenen Entscheidungen bleiben.

**Zu 6) Selbstwahrnehmungsfähigkeit**

Die Bewusstheit des eigenen Denkens, Fühlens und Handelns ist eine wichtige Voraussetzung für Klarheit und für die sorgfältige Analyse der einmal getroffenen Entscheidungen. Hochleistungsteams im Sport (z.B. Formel 1) oder in Extremerufen (z.B. Notarzt, Feuerwehr) haben daher konsequente Analyse-systeme für ihre Einsätze. (Klein, 1998: Sources of Power. How People Make Decisions). Damit ermöglichen sie es auch dem Nachwuchs, sich schnell einzu-arbeiten und Verantwortung zu übernehmen.

Bei Investmententscheidungen ist es insbesondere die Achtsamkeit für eigene irrationale Kontrollbedürfnisse und Selbstüberschätzung, die Gewinner von Verlierern unterscheidet.

**Zu 7) Präsentations- und Kommunikationsfähigkeit**

In der multimedialen Welt ist die gelungene Aus-sendarstellung und -wirkung – inklusive der Vermittlung von Investmentprozessen der Firma – ebenso entscheidend wie die interne Kommunikation in Meetings und Ausschüssen. Beides erfordert Klarheit, Mut und Offenheit – und handfeste Präsentations-fähigkeiten.

Die 7 Kernkompetenzen erfolgreicher Portfoliomanager<sup>©</sup>

	Einzelner Manager	Sein Team	Sein Board	Sein Unternehmen	Mittelwert
Weisheit und Intuition					
Wissen, Lernbereitschaft, Wille					
Stressmanagement und innere Klarheit					
Gespür für wichtige Veränderungen und Zukunft					
Selbstsicherheit und «not knowing»					
Selbstwahrnehmungsfähigkeit-					
Kommunikations- und Präsentationsfähigkeit					
Mittelwert					

Eine Bewertung auf einer Skala von 0–10 in jedem Feld ergibt die Grundlage für die Ergebnisse in der Tabelle. Die sieben Eigenschaften ergeben – wie ein Puzzle – erst zusammen ein eindeutiges Bild. Fehlt auch nur ein Puzzleteilchen, kann sich das Potenzial des Ganzen nicht entfalten.

Die richtige Auswahl von Managern ist eine grosse Herausforderung. Doch selbst wenn der einzelne Portfoliomanager in allen Bereichen Top-Werte mitbringt, besagt das noch nichts darüber, ob er mit Ihnen erfolgreich sein wird.

# «Qualität gestalten»

## Qualität gestalten – Kunden und Manager werden zum starken Team auf Zeit

Nach der Auswahl eines neuen Managers beginnt mit der Verhandlung des Vertrages die eigentlich spannende Zeit. Jetzt zeigt sich, ob der Manager hält, was er verspricht. Ab jetzt spielt auch das Geld eine wesentliche Rolle in der Beziehung. Warum hat Geld einen so starken Einfluss auf die Menschen in Unternehmen? Unternehmen haben es teilweise zugelassen, dass Geld für Anerkennung steht, Macht verleiht und Führung übernimmt. Auf den ersten Blick erleichtert das die Abläufe. Doch das funktioniert nur, solange es dem Unternehmen gut geht und das Geld

*«Geld kann eine starke Beziehung fördern, aber nicht ersetzen.»*

fließt. Sinkt die Performance, haben es Manager, die mit Geld Macht, Unabhängigkeit oder Anerkennung verbinden, sofort schwer. Denn bewusst oder unbewusst fühlen sie sich dann ohnmächtig, abhängig oder abgewertet. Das wiederum hat sofort Einfluss auf die Qualität von Unternehmens- und Investmententscheidungen. Für die Auswahl und die Verhandlung mit dem Manager bedeutet dies: Nur der Manager, der verstanden hat, dass der Kunde und nicht das Geld im Mittelpunkt seiner Arbeit steht, wird ein guter Geschäftspartner sein. Geld und Performance sind eine natürliche Folge dieser Strategie.

## Worauf kommt es bei der Zusammenarbeit jetzt noch an?

In der Regel hat der Kunde einen Manager mit einem bestimmten Risikoprofil ausgewählt, um seine Assetallokation zu diversifizieren. Am Ende möchte er über alle Investments einen stabilen Ertrag in allen Marktzyklen erreichen. Kennt der Kunde seine eigene Risikobereitschaft, dann weiss er, welche Herausforderung ihn erwartet. Meist weicht das Risikoprofil einzelner Investments von der eigenen persönlichen Risikobereitschaft ab. Das bedeutet, ein risikoscheuer Kunde muss es aushalten, wenn ein Manager eine hohe Volatilität hat und auch phasenweise im Minus liegt. Und ein risikofreudiger Kunde, der einen Manager mit tiefer Volatilität gewählt hat, um einen Stabilitätsfaktor darzustellen, muss auch diese Diskrepanz aushalten können. Damit das gut gelingt, sind beim Kunden ein hohes Bewusstsein für diese Zusammenhänge und eine realistische Risikowahrnehmung nötig. Folglich steht bei einem förderlichen Austausch zwischen Kunde und Manager weniger die Performance als die Risikokommunikation im Vordergrund.

## Was muss zur Trennung führen?

Begrenzt, verhindert oder fördert das Unternehmen negatives Verhalten? Wie geht der Hedgefundmanager mit negativem Verhalten und «dark thoughts» um? Eine aktuelle Studie in den USA (Focus Consulting Group, 2010) hat ergeben, dass bei Investmentunternehmen, die in der Krise gescheitert sind, ein überdurchschnittlich hoher Anteil an «sludge» (Schlamm) in der Firma vorhanden war. Die Negativ-

spirale kann bei einem Einmannunternehmen genauso auftreten wie bei einem Hedgefonds mit vielen Mitarbeitern. Von aussen ist dieser Faktor – der Entscheidungsprozesse be- oder verhindert – schwer zu beobachten. Doch spätestens bei der Zusammenarbeit lohnt es sich, ihn im Auge zu behalten. Hier einige «sludge»-Merkmale, die in der Studie herausgearbeitet wurden: «respektloses Verhalten, Manipulation, «Politics», Schuld zuweisen, territoriale Kämpfe, Klatsch, Fokus auf kurzfristige Gewinne, defensives Verhalten, Anspruchsdenken.» Nicht nur die mangelnde Performance sollte den Kunden wachsam werden lassen. Schon viel früher «outet» sich ein dauerhaft schlechtes Unternehmen durch «schlechtes» Benehmen. Das kostet Zeit, Aufmerksamkeit und Vertrauen, schürt Angst und verhindert rationales, effizientes Entscheiden.

Ob klassisches diskretionäres Handeln oder die Arbeit mit computerunterstützten Handelssystemen, ob technische oder fundamentale Analyse, immer sind es die Menschen, die letztendlich Entscheidungen treffen müssen.

Jede Managerauswahl ist eine Entscheidung in Unsicherheit. Und der klare Blick auf den Faktor «Mensch» gibt Mut, sich im richtigen Moment für oder gegen einen Manager zu entscheiden. So gilt, was für den CTA gilt, letztendlich auch für den Kunden selbst.

Viel Erfolg bei Ihren Entscheiden!

Monika Müller



**Monika Müller**  
**Diplom-Psychologin und**  
**Master Certified Coach (ICF)**

ist Gründerin von FCM Finanz Coaching und geschäftsführende Gesellschafterin der FCM Finanz Service GmbH in Wiesbaden.

Sie entwickelt massgeschneiderte Coachingprozesse für Banken, Finanzdienstleister und Unternehmensbereiche, in denen Finanzentscheide fallen.

[www.fcm-coaching.de](http://www.fcm-coaching.de)  
[monika.mueller@fcm-coaching.de](mailto:monika.mueller@fcm-coaching.de)

# Warum macht Quantitative Analyse Sinn?

Bernhard Steiner, Managing Partner Alternative Investment Partner AG

Die Quantitative Analyse ist eine wichtige Ergänzung der Qualitativen Analyse. Sie kann dem Analysten mögliche Schwachstellen des CTAs aufzeigen, zu denen in der Qualitativen Analyse dann nachgefragt werden kann. Zudem liefert sie wichtige Kennzahlen, die für die Überwachung einer Anlage nötig sind.

Der Begriff Quantitative Analyse bezeichnet die Untersuchung der Performance eines Investments über einen bestimmten Zeitraum. Das Ziel der Analyse ist es, Aussagen zum künftigen Verhalten eines Investments zu machen.

Diese Analysen gehen von den in der Vergangenheit erzielten Resultaten eines Investments aus. In der Investment Performance und Risiko Analyse werden Kennzahlen ermittelt. Diese Kennzahlen vermitteln aber ein trügerisches Bild, weil sie nur aufzeigen, was in der Vergangenheit geschah und eigentlich kaum Rückschlüsse zulassen, was die Zukunft bringen kann. Obwohl es äusserst wichtig ist, dieses Faktum im Kopf zu behalten und solche Kennzahlen mit entsprechender Vorsicht zu verwenden, haben sie grosse Bedeutung im Markt, denn sie beschreiben letztlich das Produkt, welches einem Kunden verkauft werden kann. Sie machen dieses Produkt fassbar.

Die Vergangenheit wiederholt sich selten oder nie genau gleich, weshalb die Voraussagequalität grundsätzlich zweifelhaft ist. Mit zunehmender Datenmenge wird die Aussagequalität zwar besser, was die

Bedeutung von längeren Trackrecords erklärt. Allerdings haben viele Finanzprodukte im Bereich der Hedgefonds und Managed Futures aber keinen langen Trackrecord. Die zur Verfügung stehenden Datenmengen sind klein und geben nur ein unvollständiges Bild der Bandbreite der möglichen Entwicklung der Anlagen.

Daher werden Methoden angewendet, um die Datenmengen auszuweiten. Damit sind wir im Feld der Quantitativen Analyse. Diese versucht, das Verhalten eines Investments zu verstehen und zu simulieren. Ausgehend von diesen Beobachtungen werden mathematische und statistische Modelle entwickelt, welche Datenreihen generieren können, die ein vergleichbares Verhalten wie die Daten des Trackrecords zeigen.

Daraus lassen sich Verteilungen (Return Distributions) ermitteln, welche die Wahrscheinlichkeit von Resultaten aufzeigen und aus diesen werden schliesslich Resultate sichtbar, die der bisherige Trackrecord noch nicht gezeigt hat. So kann man z.B. auch bei Anlagen, die bisher nur positive Resultate gezeigt hatten,



aufgrund der Verteilung feststellen, dass auch negative Resultate möglich sind und wie gross diese Verluste erwartet werden müssen. Dabei ist es sehr wichtig, dass Methoden eingesetzt werden, die nicht normal verteilte Distributionen ermitteln können. Einzelanlagen bei einem Manager sind fast nie normal verteilt: Man muss also mit Extremrisiken (Tailrisks) rechnen. Demgegenüber kann ein gut diversifiziertes Portfolio durchaus eine normal verteilte Distribution aufweisen.

Obwohl Quantitative Analysen den Nachteil haben, dass sie sich mit der Beobachtung der Vergangenheit beschäftigen, sind sie in der Lage Frühindikatoren für mögliche künftige Risiken aufzuzeigen. Eine Anlage z.B., bei der ein autoregressives Verhalten der Ertragsentwicklung beobachtet wird, was bedeutet, dass Verlusten mit grosser Wahrscheinlichkeit weitere Verluste folgen können, sollte gemieden werden.

Weiter können Quantitative Analysen Hinweise zum Ertragsmechanismus einer Finanzanlage geben. Es kann z.B. untersucht werden, ob ein Manager den Spezifikationen der Anlage (wie Anlagestil, Anlagehorizont usw.) auch tatsächlich und konsistent über die Zeit Folge leistet. Die Analyse kann auch aufzeigen, ob in wenig liquide Märkte investiert wird, oder

es können Hinweise auf die Glättung von Ertragsentwicklungen, verspätetes oder ungenaues Reporting oder das Eingehen von sehr grossen Risiken ermittelt werden

## Fazit

Die Quantitative Analyse ist ein Werkzeug, welches auf Inkonsistenzen und blinde Flecken im Trackrecord hinweist und damit Fragen aufwirft, welche mit dem Manager geklärt werden müssen.

Die Quantitative Analyse liefert verlässliche Risiko- und Ertragskennzahlen. Mit diesen als Grundlage ist es möglich, eine objektive Sicht auf ein Investment zu entwickeln, die über die Einschätzung der unmittelbaren Vergangenheit hinausgeht und Grenzwerte zu bestimmen, die es erlauben eine Anlage zu überwachen.

Damit trägt die Quantitative Analyse zur Vertrauensbildung zwischen Investor und Manager bei und hilft so mit, das Bild der Qualität eines Managers abzurunden. Sie ist eine hilfreiche Ergänzung der Qualitativen Analyse.



# Zur Performance von CTAs bei fallenden Bondpreisen

Dr. Felix Waldermann, SwissQuant Group AG, [www.swissquant.ch](http://www.swissquant.ch)

Seit 1982 sind die Zinsen der grossen Staatsanleihen kontinuierlich gefallen – zuletzt sogar auf ein Level von 2,4% für eine 10-jährige US-Anleihe. In Anbetracht von historisch niedrigen Zinsraten und einer mittlerweile wieder anziehenden Weltkonjunktur dürfte dieser Trend jedoch bald sein Ende erreicht haben. Die Zinsen werden steigen, Bondpreise werden fallen. Welche Performance würden CTAs in einem Bond-Crash erzielen? Und welche Auswirkungen würden fallende Bond-Märkte auf die (bisher) hervorragenden Tail-Eigenschaften von CTAs haben?

## CTA-Performance in fallenden Bondmärkten

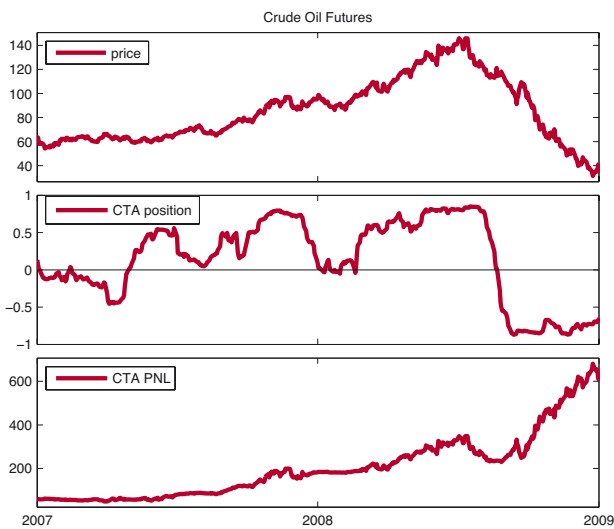
Das Feld der Anleger unterteilt sich gegenwärtig in zwei Lager – solchen, die eine ernstzunehmende Gefahr in einer aufkommenden starken Inflation sehen, und solchen, die von «business as usual» auf den Bondmärkten ausgehen. Letztere argumentieren mit aktuellen makroökonomischen Zahlen und sehen die US Volkswirtschaft eher an einer Deflation vorbeiziehen. Aus dieser Sicht bieten der anhaltend niedrige Konsum und der Auslastungs-Puffer aufgrund der hohen Arbeitslosigkeit einen starken Schutz gegen Inflation.

Erstere Gruppe liefert jedoch ebenfalls starke Argumente, weshalb eine starke Inflation bald Realität werden könnte. Nach der Lehrbuchmeinung ist eine Mischung aus niedrigen Zinsen und einer starken Staatsverschuldung immer eine Voraussetzung für eine grosse Inflation. Hinzu kommen die einzigartigen monetären Stimuli der Fed (Federal Reserve

Bank), welche die Wirtschaft derzeit mit einer nie da gewesenen Menge an Geld versorgen. Da es für diesen Prozess in der jüngeren Geschichte keinerlei Erfahrungswerte gibt, ist es vollkommen unklar, ob es der Fed gelingen wird, die Inflation unter Kontrolle zu halten, sobald Konsum und Preise anfangen zu steigen. Auch steigende Rohstoffpreise aufgrund einer rasant wachsenden Wirtschaft der Emerging Markets könnten zu einer plötzlichen Preisinflation führen.

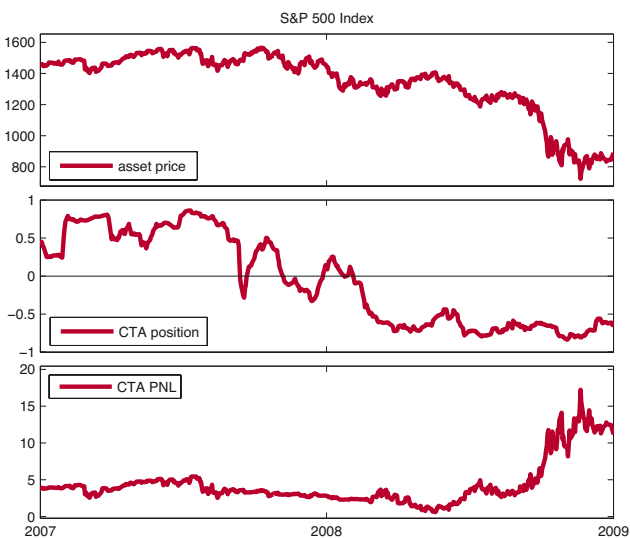
Wer auch immer recht behalten wird, es lohnt sich, die Performance von CTAs in diesem Umfeld zu analysieren. Wir betrachten hierzu das Verhalten von typischen Trendfolge-Systemen (TFS), welche kapitalgewichtet etwa 90% der CTAs ausmacht. Replikationsstrategien, welche das Verhalten eines «long option straddle» imitieren, verhalten sich im Kontext dieser Analyse identisch.

Generell kann festgestellt werden, dass TFS sowohl in steigenden als auch in fallenden Bond-Märkten starke Gewinne erzielen können. Wichtigste Voraussetzung dazu ist, dass die Trends konsistent verlaufen, d.h. dass die makroökonomischen Entwicklungen sich langsam in den Marktpreisen niederschlagen, und ein Preis-Verfall nicht etwa auf einen Schlag stattfindet. Ein Beispiel aus der Vergangenheit ist etwa z.B. der Ölpreis von 2008, welcher aufgrund der erwarteten EMMA Nachfrage zunächst kontinuierlich anstieg, und danach aufgrund der nachlassenden Weltwirtschaft kontinuierlich absank (siehe Grafik 1). Ein anderes Beispiel ist der Börsencrash von 2008. Obwohl uns heute vor allem die sehr grossen Marktbewegungen während der Lehman-Pleite im Gedächtnis sind, hat sich auch dieser Marktcrash über Wochen hinweg in den Preisen angekündigt. Sowohl schnelle



Grafik 1: Die Preiskurve von Öl für 2008 zeigt ein Beispiel für einen klaren Auf- und Abwärtstrend, welcher jeweils von den CTAs klar aufgegriffen wurde. Die «Handelsposition» des CTA-Universums haben wir hier durch eine Analyse der robusten rollenden Korrelation zum Dow Jones Credit Suisse Managed Futures Hedge Fund Index abgeschätzt, wir simulieren also den Verdienst, den das CTA-Universum auf Öl gemacht hat.

als auch langsame TFS konnten sich daher lange vor dem grossen Crash short im Markt positionieren und während des Crashes entsprechende Profite verzeichnen (siehe Grafik 2). Beide Abwärtstrends wurden von den meisten CTAs also erfolgreich aufgegriffen und über eine Short-Position profitabel genutzt.



Grafik 2: Der Preis des S&P500 Indexes zeigte 2008 einen Abwärtstrend (S&P 500), welcher vom CTA-Universum mittels einer Short-Position genutzt wurde.

Wird nun ein allfälliger Bondmarkt-Abverkauf ähnlich konsistent und detektierbar verlaufen? Garantiert ist es nicht, jedoch spricht vieles dafür, da der Anleihenmarkt im Vergleich zum Aktienmarkt um einen Faktor drei grösser ist und die meisten Bond-Investoren eher langfristig agieren. Das Verhalten der ersten Verkäufer sollte sich also erst langsam auf die Marktpreise auswirken, der grosse Abverkauf sich nach und nach aufbauen und verstärken. Insofern wäre ein Bondmarkt-Abverkauf eine profitable Chance für TFS – falls er wirklich kommt und wirklich stark sein wird. Die Stärke des Abverkaufs ist insofern wichtig, da der Kupon-Profit eines Long-Investors einen typischen Preisverlust der Bondmärkte aufgrund von steigenden Zinsen nämlich ausgleichen könnte. Dies war etwa während der letzten Phase von steigenden Zinsen (2003–2007) der Fall. Bei einem gerollten Investment im US 10 Year Note Futures konnte man in dieser Phase daher weder mit einer Long-Position, noch mit einer Short-Position verdienen (siehe Grafik 3). Daher können TFS nur dann von einem Bond-Abverkauf profitieren, wenn dieser so stark ist, dass der Kupon-Effekt übertroffen wird.

Dies war in der Periode von stark steigenden Zinsen 1960–1982 tatsächlich der Fall (siehe Grafik 4). Da der 10 Year US Treasury Note erst seit 1982 gehandelt wird, liegen für die Zeit der steigenden Inflation keine Futures-Daten vor. Um dennoch die Gewinnchancen eines Managed Futures Programms abschät-

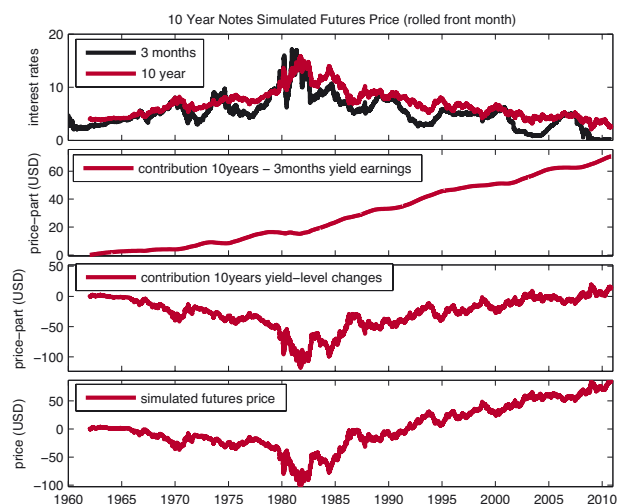


Grafik 3: Selbst die langfristigen US-Bonds zeigten keinen Preisverfall in der Phase von Zinssteigerungen 2003–2007, da Preisverluste durch Zinserträge wettgemacht wurden. (Hier wurden gerollte Preise geplottet, was der PNL-Kurve eines Long-Futures Investments entspricht.)



zen zu können, simulieren wir den Preisverlauf eines (gerollten) Bond-Futures mittels der Zins-Daten für US Treasury Notes und Bills. Hierbei approximieren wir die forward rate durch den yield to maturity, welcher ab 1962 verfügbar ist. Der Preisverlauf eines theoretischen Bond-Futures wird durch den Verdienst der Zinsdifferenz und die Preisschwankungen aufgrund der Zinsänderung dominiert, wobei letztere in der Periode 1960–1982 den Zinsgewinn deutlich überstiegen haben, weshalb sich ein «short bonds investment» tatsächlich ausgezahlt hätte.

Aus der Sicht des Gros der Anleger, welche in CTAs investiert zur Diversifizierung eines klassischen Balanced Portfolios, etwa einer Pensionskasse, ist dieses Renditeverhalten jedoch durchaus wünschenswert: Kommt eine reguläre, langsame Zinserhöhung wie in Grafik 3, so verlieren sie weder auf ihren Anleihen noch auf ihrem CTA-Investment. Kommt dagegen eine sehr steile Zinserhöhung aufgrund einer grossen Inflation wie in Grafik 4, so könnten sie durch ihr CTA-Investment die Verluste auf den Anleihen ausgleichen – vorausgesetzt sie verfügen über ein ausreichend grosses Investment in CTAs, oder über andere Absicherungsinstrumente auf ihre langfristigen Anleihen.

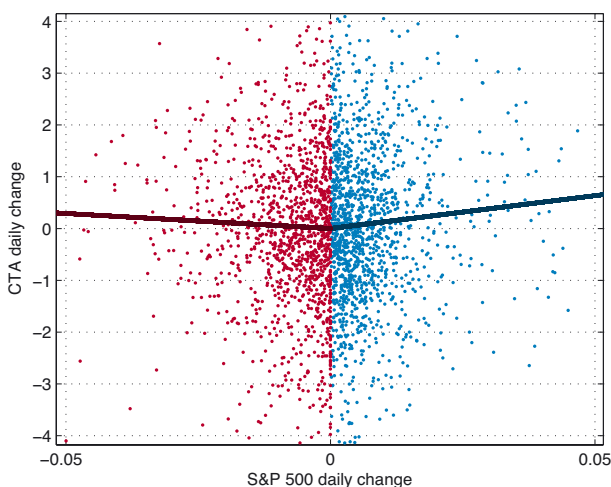


Grafik 4: Der Preisverlauf eines Bond Futures wird von zwei Faktoren dominiert: Einerseits dem Zinsverdienst (2. Plot von oben), andererseits der Schwankungen des langfristigen Zinssatzes (3. Plot). Ersterer kann als Risikoprämie für letzteren verstanden werden. In der Realität kann man nur in die Kombination der beiden investieren (4. Plot). Die Zinsschwankungen haben seit 1982 zu Gewinnen für einen Long-Bonds-Investor geführt, da der Bond-Preis steigt wenn der Zins fällt. Von 1982 bis heute haben also beide Beiträge zu einer positiven Rendite geführt. Während der stark steigenden Inflation (und damit Zinsen) von 1960 bis 1982 war jedoch der zinsinduzierte Preisverfall deutlich stärker als der Zinsverdienst, so dass ein Bond-Futures entsprechend gefallen wäre. In dieser Periode hätte sich eine Short-Position auf dem Futures klar ausgezahlt.

## Performance von CTAs bei tail-risk Events

TFS haben als eine der wenigen Anlageklassen und auch als eine der wenigen Hedgefond-Klassen in den extremen Märkten von 2008 eine positive Performance erzielt. Auch bei extremen Events wie den Anschlägen vom 11.9.2001 konnten sie eine positive Performance erreichen. Allgemein sind CTAs für ihre hervorragenden tail-risk Eigenschaften bekannt (Grafik 5), was sie von anderen Hedgefond-Klassen unterscheidet. Können Investoren ein ähnliches tail-risk Verhalten auch in einem Umfeld von fallenden Bondpreisen erwarten?

Zum Verständnis der Performance in solchen Events müssen wir uns auf die Ebene der einzelnen Anlageklassen (Bonds, Aktien, Rohstoffe, usw.) begeben. Sowohl 2001 als auch 2008 rührte die Performance von zwei entscheidenden Positionierungen her: einer Long-Position auf den Bondmärkten, sowie einer Short-Position auf Aktien. Da Aktien- und Bondmärkte gerade zu Bear-Zeiten eine grosse negative Korrelation aufweisen, ist diese gegensätzliche Positionierung nicht verwunderlich. Im Vorfeld beider Events befand sich die Weltwirtschaft in einer Abwärtsphase, was eine zunehmende Risikoaversion der Anleger nach sich zog, wodurch Bondanlagen gesucht und Aktienanlagen gemieden wurden. Diese Kursbewegungen wurden durch das panikartige Verhalten der Anleger dann nur noch verstärkt.



Grafik 5: Die Rendite von CTAs ist bei steigenden Aktienmärkten tendenziell positiv korreliert zu Aktien, bei fallenden Aktienmärkten dagegen negativ. Dies führt zu einer positiven Performance von CTAs im tailrisk der Aktienmärkte.

In einem zukünftigen Bond-Bear-Markt, d.h. einem Umfeld von langfristig fallenden Bond-Preisen, würde die TFS-Performance in extremen Marktphasen jedoch stärker vom Szenario abhängen.

In einem Szenario eines externen, politischen Schocks wie 2001 würde die schlagartige Risikoaversion der Anleger wiederum die Bondpreise nach oben schnellen lassen, zumindest temporär. Da TFS in einem Bond-Bear-Markt jedoch short auf Bonds positioniert wären, wäre ihre Performance negativ. Die Gewinne bzw. Verluste auf den anderen Anlageklassen würden von deren jeweiligen Marktphasen abhängen und lassen sich deshalb nicht voraussagen. Im Fall eines externen Schocks würden CTAs also ihren «long option» Charakter zumindest zum Teil verlieren.

Im Szenario eines Finanz-getriebenen Aktienmarkt-Crashes, etwa im Rahmen einer Stagnation, dürfte das Verhalten wiederum ähnlich zur Dynamik von 2008 (siehe Grafik 2) sein, d.h. der Aktien-Abverkauf würde sich im Voraus ankündigen und ein TFS sich daher darauf einstellen. Ein CTA hätte damit tendenziell Short-Positionen sowohl auf den Aktien-, als auch auf den Bond-Märkten. Auf den Aktienmärkten sollte die Performance daher klar positiv sein. Unklar ist allerdings die Richtung der Bondmärkte in einem Aktien-Crash in diesem Umfeld: Risikoaversion spricht für eine temporäre Aufwärtsbewegung, das Szenario einer hohen Inflation jedoch für wenig Spielraum nach oben. Dieser Sichtweise entspricht ein erratisches Auf und Ab der Märkte, welches tatsächlich die Aktien- und Bondmärkte in den 1970er Jahren kennzeichnete.

Im Gegensatz zu unserer ersten Frage müssen wir bei der zweiten Frage also zwischen einzelnen CTAs unterscheiden, da ihre Allokationen auf die einzelnen Anlageklassen die Gesamtperformance entscheiden. Wie bei jedem Investment, lohnt es sich also auch bei einem CTA-Investment, genau hinzuschauen und auszuwählen.

Obwohl CTAs also im ersten Szenario einen Teil ihrer Tail-Vorteile verlieren, spricht ein anderes, vielleicht viel gewichtigeres Argument in einem Inflations-Kontext stark für sie: Die starke Diversifizierung auf voneinander unabhängige Märkte, vor allem auch auf Edelmetalle und industrielle Rohstoffe. Durch diese Flexibilität dürften CTAs eine sehr starke Performance erzielen, egal ob die Inflation schleichend kommen wird, oder sich letztlich Crashartig entfalten wird.





Weitere Informationen erhalten Sie bei:

**Alternative Investment Partner AG**

Bahnhofstrasse 16, Postfach,  
CH-3401 Burgdorf 1, Switzerland  
T: +41 34 402 88 88

[www.aipag.com](http://www.aipag.com), [mail@aipag.com](mailto:mail@aipag.com)

**besser**

*als anders*