

# Inhaltsverzeichnis

---

Vorwort . . . . .	V
Verzeichnis der Autoren . . . . .	XV

## 1. Praktische Aspekte des Portfoliomanagements

1.1 Grundlagen der Portfoliooptimierung . . . . .	3
<i>Holger Claessen</i>	
1.1.1 Klassische Risiko-/Ertrags-Optimierung . . . . .	4
1.1.1.1 Entscheidungsfaktoren Ertrag und Risiko . . . . .	4
1.1.1.2 Korrelation und Diversifikation . . . . .	5
1.1.2 Praktische Anwendungsgebiete . . . . .	6
1.1.2.1 Strategische Asset Allocation . . . . .	6
1.1.2.2 Taktische Asset Allocation . . . . .	9
1.1.3 Probleme der praktischen Anwendung . . . . .	11
1.1.4 Erweiterungen . . . . .	12
1.1.5 Fazit . . . . .	14
1.2 Assetklassen – ein Überblick . . . . .	17
<i>Thomas Vöcking</i>	
1.2.1 Investitionsentscheidungen und Assetklassen . . . . .	17
1.2.2 Definition von Assetklassen . . . . .	18
1.2.3 Auswahl von Assetklassen . . . . .	19
1.2.4 Wechselkurs als Assetklasse? . . . . .	21
1.2.5 Zusammenfassung . . . . .	22
1.3 Investmentprozess – Philosophie, Methodik und Ausgestaltung . . . . .	23
<i>Konrad Aigner, Thomas Vöcking</i>	
1.3.1 Ziele des Anlegers . . . . .	24
1.3.2 Strategische Asset Allocation (Benchmark) . . . . .	25
1.3.3 Taktische Asset Allocation und Implementierung . . . . .	27
1.3.4 Kontrolle und Berichtswesen . . . . .	28
1.3.5 Entscheidungsfindungsprozess der taktischen Asset Allocation . . . . .	30
1.3.5.1 Einzeltitelauswahl bei Assetklassen . . . . .	30

1.3.5.2	Strategiekomitees . . . . .	31
1.3.6	Zusammenfassung . . . . .	33
1.4	Aktives versus passives Portfoliomanagement <i>Werner Krämer</i>	
1.4.1	Was versteht man unter aktiven und passiven Ansätzen? . . . . .	35
1.4.2	Quantitative Abgrenzung aktiver und passiver Mandate . . . . .	37
1.4.3	Was spricht für Indexierung und passives Portfoliomanagement? . . . . .	38
1.4.4	Kritik an der Argumentation für passives Management . . . . .	40
1.4.5	Folgerungen für Investoren . . . . .	43
1.4.6	Auswahl von Fondsmanagern . . . . .	44
1.4.7	Zusammenfassung . . . . .	47
1.5	Bedeutung der Benchmark für den Anlageerfolg . . . . . <i>Werner Krämer, Norbert Welp</i>	49
1.5.1	Was ist unter einer Benchmark zu verstehen? . . . . .	49
1.5.2	Sinn und Ziel einer Benchmark . . . . .	49
1.5.3	Benchmarkanforderungen . . . . .	50
1.5.4	Arten von Benchmarks . . . . .	51
1.5.5	Indizes als Benchmark . . . . .	51
1.5.6	Kundenspezifische Benchmarks . . . . .	55
1.5.7	Absolute Benchmarks . . . . .	56
1.5.8	Peer-Group-Vergleich . . . . .	57
1.5.9	Beurteilung anhand Benchmarks . . . . .	58
1.5.10	Zusammenfassung . . . . .	58
1.6	Rationale Anlageentscheidungen am Beispiel nationaler Aktien- und Rentenanlagen . . . . . <i>Konrad Aigner, Helmut Kaiser, Thomas Vöcking</i>	61
1.6.1	Massenpsychologische Ansteckung . . . . .	61
1.6.2	Irrationaler Überschwang und Spekulationsblasen . . . . .	63
1.6.3	Relevantes Anlageuniversum . . . . .	65
1.6.4	Ertragsdefinition – rollierende Erträge . . . . .	66
1.6.5	Ergebnisse . . . . .	68
1.6.6	Unterschiede zu den üblichen Verfahren . . . . .	70
1.6.7	Ein praktikabler Ansatz – Beispiel: Anlagezeitraum drei Jahre . . . . .	70
1.6.8	Risikomessung . . . . .	72
1.6.9	Kombination von Risikoprämie und Ertragserwartung zur Ableitung von Renten-/Aktiengewichten . . . . .	73
1.6.10	Resultate . . . . .	74

1.7	Rationale Erwartungsbildung am Beispiel internationaler Aktien- und Rentenanlagen . . . . .	77
	<i>Konrad Aigner</i>	
1.7.1	Zentrale Bedeutung der Erwartungen für Rendite und Korrelationen	77
1.7.2	Erwartungsbildung anhand rollierender Erträge für internationale Indizes . . . . .	77
1.7.3	Korrelationen . . . . .	81
	1.7.3.1 Korrelationen von Länderindizes . . . . .	81
	1.7.3.2 Korrelationen von Sektorindizes . . . . .	84
1.7.4	Zusammenfassung . . . . .	91

## 2. Aktienbewertung und Aktienstrategien

2.1	Grundlagen der Aktienbewertung . . . . .	95
	<i>Markus Dörr</i>	
2.1.1	Determinanten der Aktienbewertung . . . . .	95
	2.1.1.1 Gewinn versus Free-Cash-Flow . . . . .	95
	2.1.1.2 Free-Cash-Flow und Kapitalkosten . . . . .	97
	2.1.1.3 Treibende Faktoren . . . . .	99
2.1.2	Aktienanalyse . . . . .	105
	2.1.2.1 Bilanzanalyse . . . . .	105
	2.1.2.2 Analyse der Zukunftsaussichten . . . . .	112
2.1.3	In der Praxis verbreitete Bewertungsmethoden . . . . .	116
	2.1.3.1 Ertragswertmethoden . . . . .	117
	2.1.3.2 Substanzwertorientierte Verfahren . . . . .	122
2.2	Ausgewählte Aktienstrategien . . . . .	125
	<i>Markus Dörr</i>	
2.2.1	Branchenansatz im Rahmen der taktischen Asset Allocation . . . . .	125
	2.2.1.1 Grundidee . . . . .	125
	2.2.1.2 Einschätzung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung . . . . .	126
	2.2.1.3 Festlegung der taktischen Asset Allocation . . . . .	128
	2.2.1.4 Branchenallokation . . . . .	131
	2.2.1.5 Einzeltitelauswahl . . . . .	134
2.2.2	Gewinnrevisionen . . . . .	135
2.2.3	Value versus Growth . . . . .	136

### 3. Rentenbewertung und Rentenstrategien

3.1	Strukturierte Portfoliosteuerung internationaler Bondportfolios . . . . .	141
	<i>Holger Claessen, Helmut Kaiser, Elke Speidel-Walz</i>	
3.1.1	Prognoseverfahren für Renditen . . . . .	141
3.1.1.1	Prognose der Renditen am kurzen Ende . . . . .	144
3.1.1.2	Prognose der Kapitalmarktzinsen . . . . .	145
3.1.1.3	Ableitung der Zinsstrukturkurve . . . . .	149
3.1.2	Durationswahl und Laufzeitenallokation . . . . .	150
3.1.3	Spreads und Sektorallokation . . . . .	155
3.1.4	Zusammenfassung . . . . .	160
3.2	Europäischer Rentenmarkt nach dem Euro . . . . .	163
	<i>Helmut Kaiser</i>	
3.2.1	Modifikation der Asset-Allocation-Ansätze . . . . .	163
3.2.2	Europäische Konvergenzstrategie abgeschlossen . . . . .	165
3.2.3	Bottom-up-Ansatz auch im Rentenmanagement . . . . .	166
3.2.4	Geänderte Strukturen im Euroland-Rentenmarkt . . . . .	166
3.2.5	Starkes Wachstum von Unternehmensanleihen . . . . .	167
3.2.6	Hohes Wachstumspotenzial für Asset-Backed-Securities (ABS) . . . . .	169
3.2.7	Merkmale von Mortgage-Backed-Securities (MBS) . . . . .	171
3.2.8	Neues Marktsegment: europäische Hochzinsanleihen . . . . .	172
3.2.9	Kapitalmärkte der Schwellenländer (Emerging Markets) . . . . .	172
3.2.10	Fazit . . . . .	173
3.3	Europäische Pfandbriefe . . . . .	175
	<i>Katrin Witzel</i>	
3.3.1	Charakteristika von Pfandbriefen in Euroland . . . . .	176
3.3.1.1	Deutsche Pfandbriefe und ihre rechtlichen Kennzeichen . . . . .	176
3.3.1.2	Pfandbriefe im europäischen Kontext . . . . .	179
3.3.2	Struktur und Perspektiven des Pfandbriefmarktes . . . . .	182
3.3.2.1	Größe und Struktur des Pfandbriefmarktes . . . . .	182
3.3.2.2	Trends und Perspektiven am (Jumbo-)Pfandbriefmarkt . . . . .	185
3.3.3	Spreadanalysen und Relative Value . . . . .	193
3.3.3.1	Einflussfaktoren auf die Rendite des Jumbo-Pfandbriefs bzw. Swaps im Vergleich zu Bundesanleihen . . . . .	193
3.3.3.2	Konkrete Auswahl einzelner Laufzeitsegmente und Jumbos . . . . .	205
3.3.4	Performance des Pfandbriefs als Assetklasse im Portfolio . . . . .	208
3.3.4.1	Pfandbriefindizes: Konstruktion, Vor- und Nachteile . . . . .	208
3.3.4.2	Rolle des Pfandbriefs im Rahmen der Asset Allocation . . . . .	211

3.3.5	Mortgage Backed Securities – Unterschiede zu Pfandbriefen . . . . .	215
3.3.6	Fazit . . . . .	216
3.4	Unternehmensanleihen – Investmentgrade . . . . .	219
	<i>Claus Huber, Helmut Kaiser, Christoph Klein</i>	
3.4.1	Bonitätsanalyse von Unternehmen . . . . .	219
3.4.2	Unternehmensanleihen im Rentenportfolio . . . . .	220
3.4.3	Quantitative Ratingmodelle . . . . .	233
3.4.4	Relative-Value-Analysis . . . . .	243
3.4.5	Zusammenfassung . . . . .	248
3.5	Unternehmensanleihen – High Yield . . . . .	251
	<i>Claus Huber, Helmut Kaiser, Christoph Klein</i>	
3.5.1	High-Yield-Anleihen als Assetklasse . . . . .	252
3.5.1.1	Marktstruktur . . . . .	252
3.5.1.2	High Yield im Portfoliozusammenhang . . . . .	255
3.5.1.3	High Yield als Investment für den Privatanleger . . . . .	260
3.5.2	Analyse und Selektion von High-Yield-Anleihen . . . . .	263
3.5.2.1	Bonitätsanalysen . . . . .	263
3.5.2.2	Qualitative Bonitätsanalyse . . . . .	263
3.5.2.3	Quantitative Bonitätsanalyse . . . . .	264
3.5.2.4	Bonitätsprognose . . . . .	265
3.5.2.5	Struktur der Anleihe . . . . .	265
3.5.2.6	Tilgungswege . . . . .	266
3.5.2.7	Ausgefallene High-Yield-Anleihen . . . . .	267
3.5.2.8	Portfoliokonstruktion . . . . .	267
3.5.3	Quantitative Modelle zur Prognose von High-Yield-Spreads . . . . .	268
3.5.3.1	Definition und Komponenten des Credit Spreads . . . . .	268
3.5.3.2	Datenmaterial . . . . .	269
3.5.3.3	Performancemessung . . . . .	271
3.5.3.4	Empirische Ergebnisse . . . . .	274
3.5.3.5	Ausblick . . . . .	277
3.6	Emerging-Market-Anleihen . . . . .	279
	<i>Anja Bischoff, Elke Speidel-Walz</i>	
3.6.1	Einleitung . . . . .	279
3.6.2	Anleihen in Hartwährung . . . . .	279
3.6.2.1	Instrumente und Investoren . . . . .	279
3.6.2.2	Bondindizes . . . . .	282
3.6.2.3	Bonität und Spreads . . . . .	283
3.6.2.4	Relative-Value-Analyse . . . . .	286

3.6.3	Anleihen in lokaler Währung	288
3.6.3.1	Instrumente und Investoren	288
3.6.3.2	Renditekonvergenz der EU-Beitrittskandidaten	291
3.6.3.3	Bonität	291
3.6.3.4	Break-Even-Wahrungsparitat	294
3.6.4	Emerging-Market-Anleihen als Assetklasse	295
3.6.5	Steuerliche Aspekte	298
3.6.6	Aktuelle Trends	300

## 4. Neue Assetklassen und jüngste Trends im Portfoliomanagement

4.1	Private Equity	305
	<i>Anja Bischoff, Katrin Witzel</i>	
4.1.1	Definition und Charakteristika von Private Equity	305
4.1.1.1	Private Equity und Venture Capital: eine definitorische Abgrenzung	305
4.1.1.2	Vielfalt von Finanzierungsphasen und -anlässen	307
4.1.1.3	Bedeutung der Finanzierungsphasen und -anlässe für den Investor	308
4.1.1.4	Bedeutung eines erfolgreichen Exits für den Investor	309
4.1.2	Private-Equity-Markt	311
4.1.2.1	Entwicklung und Charakteristika des Private-Equity-Marktes	311
4.1.2.2	US-Private-Equity-Markt: Beschreibung und Ausblick	312
4.1.2.3	Europäischer Private-Equity-Markt: Beschreibung und Ausblick	314
4.1.3	Investitionsalternativen	319
4.1.3.1	Direktbeteiligung	319
4.1.3.2	Private-Equity-Fonds	319
4.1.3.3	Fund-of-Funds (Dachfonds)	321
4.1.3.4	Private-Equity-Aktiengesellschaft	322
4.1.3.5	Private-Equity-Zertifikate	323
4.1.3.6	Investitionsalternativen im Vergleich	323
4.1.4	Private Equity als Assetklasse	324
4.1.4.1	Ertragsberechnung für Private Equity	324
4.1.4.2	Risiko-Ertrags-Eigenschaften	328
4.1.4.3	Private Equity im Portfolio	330
4.1.5	Fazit: Private Equity als Anlagealternative	332

4.2	Hedge Fonds . . . . .	337
	<i>Konrad Aigner</i>	
4.2.1	Definition von Hedge Fonds . . . . .	337
4.2.1.1	Zielsetzung . . . . .	338
4.2.1.2	Instrumente . . . . .	338
4.2.1.3	Rahmenbedingungen . . . . .	339
4.2.1.4	Vergütung der Hedge Fonds Manager . . . . .	339
4.2.1.5	Anlageformen . . . . .	339
4.2.2	Kategorien von Hedge Fonds	
4.2.2.1	Global Asset Allocation Category . . . . .	340
4.2.2.2	Event Driven Category . . . . .	341
4.2.2.3	Relative Value Category . . . . .	341
4.2.2.4	Equity Hedge Category . . . . .	342
4.2.2.5	Short Selling Category . . . . .	342
4.2.3	Hedge „Fund of Funds“ . . . . .	342
4.2.3.1	Risiko-/Ertragseigenschaften von „Hedge Fund of Funds“ . . . . .	343
4.2.3.2	„Hedge Fund of Funds“ im Portfoliozusammenhang . . . . .	345
4.2.3.3	Grenzen von „Hedge Fund of Funds“ . . . . .	346
4.2.4	Zusammenfassung . . . . .	348
4.3	Trend-Fonds . . . . .	349
	<i>Werner Krämer</i>	
4.3.1	Länderansatz im Rückzug . . . . .	349
4.3.2	Wachsende Bedeutung des Branchenansatzes . . . . .	350
4.3.3	Mängel des Branchenansatzes . . . . .	351
4.3.4	Was sind Trends?	
4.3.4.1	Beispieltrend Old Economy/New Economy . . . . .	352
4.3.4.2	Beispieltrend Ageing Society . . . . .	353
4.3.4.3	Lebenszyklen von Trends . . . . .	354
4.3.5	Eigenschaften und Vorteile von Trend-Fonds . . . . .	355
4.3.6	Kondratieff-Zyklen . . . . .	357
4.3.7	Investmentprozess . . . . .	357
4.3.8	Zusammenfassung . . . . .	359
4.4	Asset Allocation in der „New Economy“ . . . . .	361
	<i>Helmut Kaiser, Werner Krämer</i>	
4.4.1	Internet als Basis der New Economy . . . . .	361
4.4.2	USA mit großem Vorsprung . . . . .	362
4.4.3	Quantensprünge bei Produktivität und Effizienz . . . . .	363
4.4.4	Wirtschaftsmodelle: Wettbewerb und Anpassungsdruck . . . . .	364
4.4.5	Auf dem Weg zur Informationsgesellschaft . . . . .	365

4.4.6	Netzwerke	367
4.4.7	Beschleunigung	368
4.4.8	Einordnung der „New Economy“ als Kondratieff-Zyklus	369
4.4.9	Zwischenfazit	370
4.4.10	„New Economy“ und der Aktienmarkt	371
4.4.10.1	Value-Ansatz	371
4.4.10.2	Growth-Ansatz	372
4.4.10.3	Historischer Vergleich	372
4.4.10.4	Value- versus Growth-Phasen von Aktien	373
4.4.10.5	„New Economy“ versus „Old Economy“	375
4.4.11	„New Economy“ und der Rentenmarkt	376
4.4.11.1	Preisstabilität: Ein Markenzeichen der „New Economy“	377
4.4.11.2	Niedrigere Renditen und flachere Zinsstrukturkurve	377
4.4.11.3	Emissionsvolumina am Staatsanleihemarkt schrumpfen	378
4.4.12	Asset Allocation neu überdenken	380
4.4.12.1	Renditeerwartungen normalisieren sich wieder	380
4.4.12.2	Fundamentalanalyse ist wieder stärker gefragt	381
4.4.12.3	Diversifikation ist Trumpf	382
4.4.13	Fazit	383
4.5	Shareholder Value versus Bondholder Value im Asset-Management	385
	<i>Claus Huber</i>	
4.5.1	Shareholder und Bondholder – Definition und Interessen	386
4.5.1.1	Shareholder Value	386
4.5.1.2	Bondholder Value	387
4.5.2	Brennpunkte des Shareholder-Bondholder-Konflikts	390
4.5.2.1	Kapitalstruktur	390
4.5.2.2	Aktienrückkäufe	396
4.5.2.3	Unternehmensstrategie und Geschäftspolitik	397
4.5.3	Instrumente des Shareholder Value zur Steigerung des Bondholder Value	402
4.5.3.1	Investor Relations nicht nur für Aktionäre	402
4.5.3.2	Risikomanagement	404
4.5.3.3	Balanced Scorecard	405
4.5.4	Zusammenfassung und Fazit	405
	Literaturverzeichnis	407
	Stichwortverzeichnis	423