

e-Journal of Practical Business Research

Aktives vs. passives Management
von Commodity-Investments

-

Sind passive Indexinvestments der geeignete
Ansatz für Pensionskassen?

Von

Christian Mankiewicz

Sonderausgabe Performance
herausgegeben von Hartmund Barth

Erschienen im e-Journal of Practical Business Research
unter: <http://www.e-journal-of-pbr.de>

Auf der Suche nach alternativen Renditequellen sind Rohstoffinvestments vermehrt in den Fokus institutioneller Anleger geraten. Die Untersuchung der historischen Performancekennzahlen zeigt zudem die diversifizierende Wirkung von Rohstoffen auf ein Portfolio. Bei Investitionen sind jedoch die Besonderheiten der Anlageklasse zu beachten. Die folgende Arbeit untersucht, wie Pensionskassen dem Thema Rohstoffinvestments begegnen können, und stellt verschiedene Investitionsformen vergleichend gegenüber. Dabei kommt sie zu dem Schluss, dass sich Versorgungseinrichtungen, um die Erfüllung ihrer langfristigen Verpflichtungen sicherzustellen, der Anlageklasse über eine Kombination sowohl passiver als auch aktiver Lösungen nähern sollten.

Zitation: Mankiewicz, Christian (2009): Aktives vs. passives Management von Commodity-Investments - Sind passive Indexinvestments der geeignete Ansatz für Pensionskassen?
In: e-Journal of Practical Business Research, Sonderausgabe Performance (01/2009), erhältlich unter:
<http://www.e-journal-of-pbr.de/downloads/commodityinvestmentsmankiewicz.pdf>

1. Einleitung

Rohstoffe haben sich als Anlageklasse seit Beginn dieses Jahrtausends zunehmend etabliert. Ein wesentlicher Treiber dieser Entwicklung war dabei vor allem die Suche nach alternativen Ertragsquellen, nachdem in Folge des Platzens der Internet-Blase sowohl Aktien als auch Anleihen nur geringe Renditen erbrachten. Zudem führte der Aufstieg großer Schwellenländer wie China und Indien zu einem sprunghaften und unerwarteten Nachfrageanstieg, der sich deutlich in den Preisen praktisch aller Rohstoffe widerspiegelte.

In der vorliegenden Arbeit sollen Rohstoffe als Anlageklasse daher näher beleuchtet werden. Dabei soll auf die Frage eingegangen werden, in welcher Form eine Investition in die Anlageklasse erfolgen kann und welche Besonderheiten des Rohstoffmarktes für eine aktive oder passive Herangehensweise sprechen. Ziel dieser Arbeit ist dabei konkret die Eignung passiver Indexinvestments, insbesondere aus Sicht einer Pensionskasse, zu adressieren und aufzuzeigen, wie eine Allokation im Bereich des Rohstoffmarktes sinnvoll erfolgen kann.

2. Charakteristik des Rohstoffmarktes

2.1 Begriffsdefinition und Systematik

Als Rohstoffe werden unverarbeitete natürliche Ressourcen bezeichnet. Sie werden entweder weiterverarbeitet und dienen damit als Grundstoff für die Herstellung von Gütern oder werden direkt konsumiert.¹ Rohstoffe können aber auch als Kapitalanlage genutzt werden. Die vorliegende Arbeit beschäftigt sich genau mit dieser Möglichkeit der Kapitalanlage. Im Bereich der Kapitalanlagen werden mit Rohstoffen im Allgemeinen Handelsgüter (englisch Commodities) bezeichnet. Im Folgenden werden daher die Begriffe „Rohstoff“ und „Commodity“ synonym verwendet.

Im Sinne einer Einordnung innerhalb des Investmentuniversums werden Commodities den alternativen Anlagen zugeordnet.² Nach der gängigen Systematik lassen sich innerhalb der Asset- oder Vermögensklasse Commodities so genannte „Hard Assets“ und „Soft Assets“ unterscheiden.³ Darunter existieren fünf Gruppen, in die investiert werden kann: Industrie- und Basismetalle, Energierohstoffe, Edelmetalle, die zu den Hard Assets gehören, sowie Agrarrohstoffe und Lebewiehe (engl. Livestock), die den Soft Assets zugerechnet werden.⁴

¹ Vgl. Rajagopal (2005), S. 4.

² Als solche gelten Investments, die sich in anderen Märkten als den klassischen Anlageformen bewegen, oder sich in diesen alternativer Strategien bedienen. Damit wird in der Regel eine von traditionellen Anlagen unabhängige Rendite angestrebt. Vgl. hier z.B. Busack/Kaiser (2006), S. 5 sowie Krämer (2005), S. 202.

³ Vgl. ebenda, S. 229 f.

⁴ In der Literatur wird Lebewiehe häufig den Agrarrohstoffen zugeordnet oder sogar komplett aus dem Investmentuniversum ausgeklammert. Da sich die Anlageklasse Livestock jedoch bezüglich seiner Eigenschaften

Abbildung 1 versucht die Assetklasse Rohstoffe zu kategorisieren.

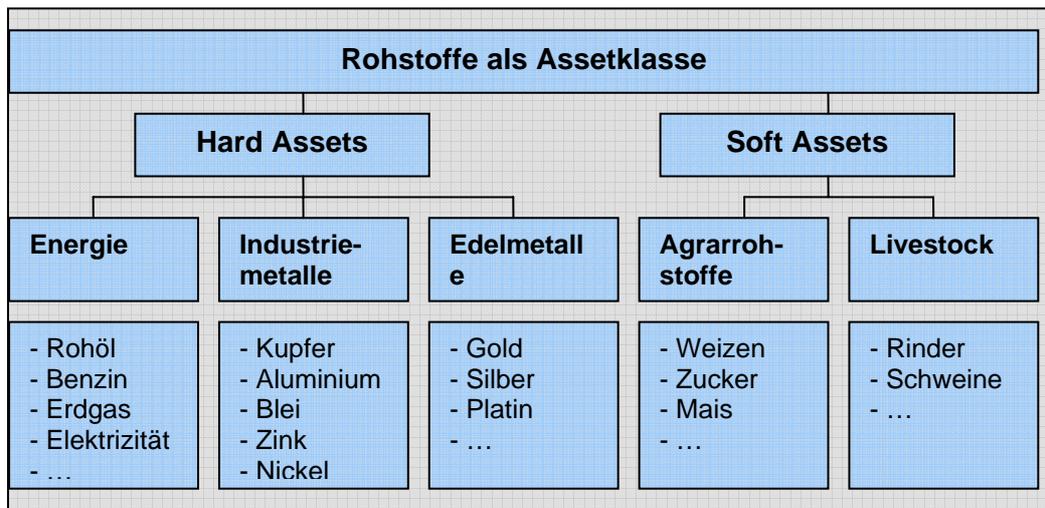


Abbildung 1: Systematik von Rohstoffen als Assetklasse.

2.2 Rohstoffmarkt

2.2.1 Marktteilnehmer

Sowohl Produzenten als auch Verarbeiter, als die originären Teilnehmer des Rohstoffmarktes, erwerben bzw. veräußern Rohstoffe am Spot- bzw. Kassamarkt. Sie nutzen jedoch den Terminmarkt, um Hedging zu betreiben, sich also gegen fallende bzw. steigende Preise abzusichern. Sie sind damit Teil sowohl des physischen als auch des derivativen Marktes. Aufgrund langer Planungshorizonte sind beide Seiten bestrebt, den Einfluss unerwünschter Preisänderungen – also aus Sicht der Nachfrager steigende, aus Sicht der Anbieter fallende Preise – auf ihr Geschäft zu minimieren.

Als rein finanzielle Akteure stellen Rohstoffinvestoren heutzutage die dritte große Gruppe der Teilnehmer am Rohstoffterminmarkt dar. Anders als die physischen Marktteilnehmer sind sie an einer tatsächlichen Lieferung der Rohstoffe in der Regel nicht interessiert. Sie werden als Intermediäre an den Terminmärkten bezeichnet, da sie durch ihr Engagement praktisch die Angebotsseite des Hedgings repräsentieren. Die Gruppe kann unterteilt werden in passive und aktive Investoren. Letztere versuchen durch das Ausnutzen von Marktineffizienzen und Arbitrage Gewinne zu erzielen. Der weitaus größte Teil der Engagements von Investoren erfolgt jedoch über passive, auf Indizes basierende Produkte, die etwa 90 Prozent der investierten Anlagegelder ausmachen.⁵

deutlich von anderen Agrarrohstoffen unterscheidet, soll es hier als eigenständige Assetklasse behandelt werden.
⁵ Vgl. Mezger/Single (2006), S. 423.

2.2.2 Rohstoffhandel

2.2.2.1 Physische Lieferung

Rohstoffe werden heutzutage auf einem globalen Markt gehandelt. Dies geschieht sowohl an den wichtigen internationalen und vielen kleineren, regionalen Börsen als auch direkt zwischen Produzenten und Verarbeitern. Zu unterscheiden sind zudem der Kassa- oder Spotmarkt, auf dem der aktuelle Preis eines Rohstoffes ermittelt wird, und der Futuresmarkt, der den Abschluss von Termingeschäften auf Rohstoffe ermöglicht. Grundsätzlich besteht auch zu Investitionszwecken die Möglichkeit Rohstoffe physisch zu erwerben und liefern zu lassen. Vor allem die unverhältnismäßig hohen Kosten für Lagerung und Transport, zusätzlich das Problem der Haltbarkeit und Verderblichkeit bei Agrarrohstoffen machen den physischen Besitz von Rohstoffen für Investoren jedoch ökonomisch höchst unpraktikabel.⁶

2.2.2.2 Derivative Kontrakte

Die für Investoren ökonomisch sinnvollere Alternative bietet der Handel von Terminmarktinstrumenten auf Rohstoffe, den Derivaten.⁷ Aufgrund der hohen Liquidität der standardisierten Kontrakte werden für den Rohstoffhandel in erster Linie Futures genutzt. Da es jedoch nur bei einem verschwindend geringen Teil der gehandelten Rohstoffderivate tatsächlich zur Ausführung durch Lieferung kommt, werden die eingegangenen Positionen in der Regel vor Fälligkeit des Futures glattgestellt. Dies wird als Cash Settlement bezeichnet.

Im Vergleich zu Finanzderivaten weisen Warenderivate jedoch eine Besonderheit auf, die sich in der Zinsstrukturkurve der Commodity-Futures beobachten lässt. In den Preis der Rohstofffutures werden die Kosten für Lagerung, Versicherung und ähnliches, sowie zur Vermeidung von Arbitragemöglichkeiten durch Leihe, ein risikofreier Zinssatz eingerechnet. Nach der Spot-Futures-Parität kann der faire Futurespreis eines Rohstoffes, der alle Arbitrage- und Carrymöglichkeiten ausschließt, vereinfachend demnach nach folgender Formel berechnet werden:

Full Carry Fair Forward = Spotpreis + (risikofreier) Zinssatz + Lagerkosten - Leihkosten.⁸

Besitzt die Zinsstrukturkurve eine positive Steigung, so wird dies als „Contango“ bezeichnet.⁹ Eine negative Steigung besitzen insbesondere Rohstoffe, für die z.B. aufgrund einer

⁶ Vgl. Krämer (2005), S. 235. So z.B. Kosten für Transport, Lagerung und Versicherung.

⁷ Derivate lassen sich in Waren- und Finanzderivate unterteilen, die je nach Ausgestaltung als Festgeschäfte (z.B. Futures), Optionen und Swaps bezeichnet werden. Weiterführend vgl. hier z.B. Spremann (2006), S. 553 ff.

⁸ Vgl. ebenda, S. 22.

⁹ Aufgrund der Zinskomponente wird die Futureskurve auch als Zinsstrukturkurve bezeichnet.

Knappheitssituation eine so genannte Verfügbarkeitsprämie (Convenience Yield) gezahlt wird.¹⁰ In diesem Fall wird die schnelle Verfügbarkeit des Rohstoffes höher bewertet als die Lager- und Zinskosten, sodass der Spotpreis höher liegt als der Terminpreis. Dieser Zustand ist als „Backwardation“ bekannt und kann durch das Fehlen von Leihemärkten sowie schlechte Lagerfähigkeit des Rohstoffes verstärkt werden.¹¹ Die Zinskurven für Contango sowie Backwardation werden anhand der Futures von Gold und Kupfer in Abbildung 3 veranschaulicht.

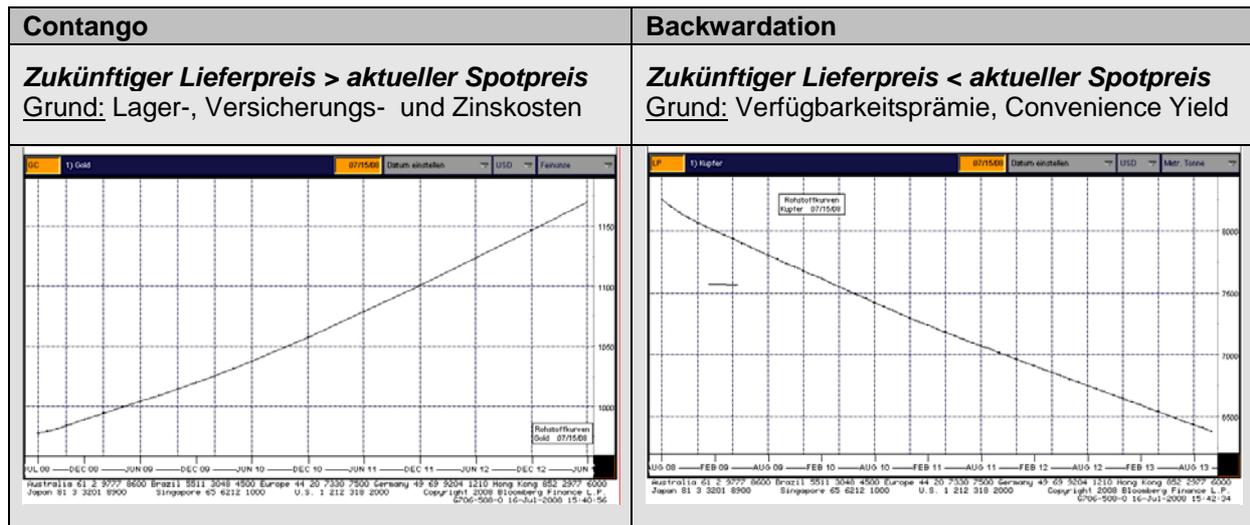


Abbildung 2: Contango und Backwardation bei Commodity-Futures. Abbildung der Futureskurven von Gold und Kupfer vom 16. Juli 2008.¹²

2.3 Performance von Rohstoffinvestments

2.3.1 Performancekomponenten und Renditetreiber

Die Performance eines Investments in Commodity-Futures setzt sich im Wesentlichen aus den drei Komponenten Spot Yield, Roll Yield und Collateral Yield zusammen. Die eigentliche Entwicklung des Rohstoffpreises wird durch die so genannte Spot Yield (oder den Spot Return) abgebildet. Als Spot-Preis wird der an den Kassamärkten festgestellte und gehandelte Preis des Rohstoffes bezeichnet.¹³

Der Roll Yield ergibt sich aus der Besonderheit, dass Rohstoffe über Futures gehandelt werden. Da diese nicht endlos laufen, muss dieser vor Fälligkeit eines Kontraktes aufgelöst und das Geld in einen länger laufenden (in der Regel den nächst fälligen) reinvestiert werden. Dieser Vorgang wird als „Rollen“ bezeichnet. Da jedoch je nach Neigung der

¹⁰ Vgl. Streitmayer (2008), S. 21.

¹¹ Vgl. Shemilt/Unsal (2004), S. 23. Die Neigung der Zinskurve unterliegt im Zeitverlauf jedoch Schwankungen.

¹² Die Futureskurven sind Bloomberg entnommen.

¹³ Vgl. Erb/Harvey (2006a), S. 363. In der Regel wird der Futures-Kontrakt mit der geringsten Restlaufzeit als Spot-Preis ausgewiesen.

Futures-Kurve eine größere (bei Backwardation) oder kleinere (bei Contango) Anzahl Kontrakte gekauft werden kann, entsteht beim Rollen ein (positiver bzw. negativer) Ertrag. Für den Erwerb von Futures muss in der Regel nur ein kleiner Teil des Investitionsvolumens als Sicherheit hinterlegt werden.¹⁴ Es ist daher üblich, den restlichen Betrag in sichere festverzinsliche Anlagen, beispielsweise Staatsanleihen, zu investieren.¹⁵ Der hierbei entstehende Zinsertrag wird als Collateral Yield bezeichnet.¹⁶

2.3.2 Historische Wertentwicklung

Zwar werden Rohstoffe bereits seit über 150 Jahren über Futures gehandelt, eine Analyse der historischen Performance von Rohstoffinvestments ist aufgrund der relativ kurzen Historie verlässlicher Daten jedoch mit einigen Schwierigkeiten verbunden.¹⁷ Der Standard & Poor's Goldman Sachs Commodity Index (S&P GSCI) als einer der bekanntesten Rohstoffindizes wurde lediglich bis ins Jahr 1970 zurückgerechnet. Der einzige Index, der weiter als 1970 (bis 1956) zurückreicht, ist der des Commodity Research Bureau (CRB).

Eine Studie aus dem Jahr 2004 ("Facts and Fantasies about Commodity Futures" von Gary Gorton und K. Geert Rouwenhorst) stellt die Performance eines gleich gewichteten Commodity-Indexes über einen Zeitraum von 45 Jahren dar. Demnach ähnelt der Ertrag mit 11,97 Prozent p.a. dem des S&P 500, wobei die Volatilität der Commodity-Futures mit zwölf Prozent etwas geringer als die der Aktien ist.¹⁸ Die Ergebnisse dieser Studie wurden auch für europäische und japanische Aktien verifiziert.¹⁹

Die Erkenntnisse lassen sich auch anhand anderer Rohstoffindizes nachvollziehen. So weist der S&P GSCI seit 1970 ebenfalls aktienähnliche Erträge auf. In Abbildung 3 sind die einzelnen Renditekomponenten des Indexes beispielhaft aufgeschlüsselt. Der Excess Return Index berechnet sich aus Spot Return und dem Ergebnis der Roll Yield. Durch Addition des Zinsertrages der Collateral Yield erhält man den Total Return Index.

Von Bedeutung ist die Tatsache, dass die reine Wertentwicklung der Rohstoffe, also der Spot Return, langfristig lediglich einen Ertrag in Höhe der Inflation erbracht hat.²⁰ Die Gründe für die aktienähnlichen, hohen langfristigen Erträge sind daher in den Roll Renditen und Zinserträgen der Commodity-Futures zu suchen. Dies legt sowohl die Betrachtung des S&P

¹⁴ Die Initial Margin beträgt i.d.R. zwischen fünf und zehn Prozent. Vgl. Rogers (2005), S. 110.

¹⁵ In der Regel werden hier 3-monatige amerikanische Treasury Bills verwendet.

¹⁶ Vgl. Streitmayer (2008), S. 22.

¹⁷ Eine Darstellung der Indizes erfolgt weiter unten.

¹⁸ Vgl. Gorton/Rouwenhorst (2005), S. 10-12.

¹⁹ Vgl. ebenda, S. 24 f.

²⁰ Vgl. Goldman Sachs (2008), S. 62.

GSCI nahe, bei dem die Zinserträge fast 50 Prozent ausmachen, als auch die Untersuchungen von Gorton und Rouwenhorst.²¹

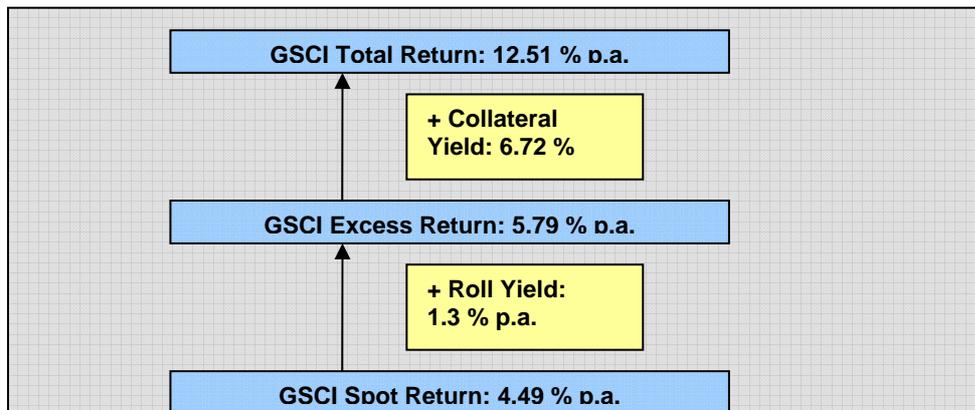


Abbildung 4: Verteilung der Renditekomponenten am Beispiel der S&P GSCI Indizes. 01/1970-04/2006. Quelle: in Anlehnung an Dichtl (2007).²²

2.4 Eigenschaften von Rohstoffinvestments

2.4.1 Korrelationseigenschaften

Als besondere Eigenschaft von Rohstoffinvestments wird häufig deren günstige Korrelation zu anderen Anlageklassen genannt.²³ Tatsächlich konnte empirisch nachgeprüft werden, dass Rohstoffe in der Regel sehr wenig und zum Teil negativ mit herkömmlichen Anlageklassen korreliert sind. Tabelle 1 versucht die empirischen Erkenntnisse zusammenzufassen und exemplarisch die Korrelationen einiger Rohstoffindizes sowohl zu Aktien als auch zu Anleihen zu zeigen.

Tabelle 1: Korrelationen ausgewählter Rohstoffindizes mit Aktien und Anleihen über verschiedene Zeiträume.

Rohstoffindex	Aktien (S&P 500)	Anleihen
Gorton/Rouwenhorst CI	(Zeitraum: 1959 bis 2004)	
Monatlich	0,05	-0,14
Jährlich	-0,10	-0,30
5 Jahre	-0,42	-0,25
S&P GSCI	(Zeitraum: 1970 bis 2008)	(Zeitraum: 1988 bis 2008)
Monatlich	-0,037	-0,074
jährlich	-0,161	-0,278
5 Jahre	-0,369	-0,531
CRB	(Zeitraum: 1960 bis 2008)	(Zeitraum: 1988 bis 2008)
Monatlich	0,027	-0,072
Jährlich	-0,160	-0,151
5 Jahre	-0,513	-0,454

Quelle: eigene Berechnung sowie Gorton/Rouwenhorst (2005).²⁴

²¹ Vgl. Gorton/Rouwenhorst (2005), S. 10.

²² Vgl. Dichtl (2007), S. 15.

²³ Die Korrelation beschreibt die wechselseitige Abhängigkeit zweier oder mehrerer Größen. Sie wird dargestellt durch den Korrelationskoeffizienten, der einen Wert zwischen -1 und 1 annehmen kann, wobei ein Wert nahe Null Unabhängigkeit signalisiert.

²⁴ Daten zum S&P GSCI und zum CRB aus Bloomberg. Bei S&P GSCI sowie CRB beginnen die jährlichen Daten zu Korrelation mit dem S&P 500 im Januar 1971 bzw. 1961, die 5 Jahres Daten im Januar 1975 bzw. 1965 und

Die historischen Performancedaten zeigen sehr deutlich, dass Rohstoffe und Aktien auf kurze (monatliche) Sicht nahezu unkorreliert sind, während sich bei der Betrachtung längerer Zeitreihen eine klare negative Korrelation herausbildet. Daher ist vor allem das Verhalten von Rohstoffpreisen in Zeiten negativer Entwicklungen am Aktienmarkt interessant. Hier kann festgestellt werden, dass besonders in Zeiten, in denen Aktien hohe negative Renditen brachten, Commodity-Futures und -Indizes eine effektive Absicherung darstellten. So schnitt der S&P GSCI in den jeweils 5 Prozent schlechtesten Monaten des S&P 500, des MSCI World sowie MSCI Europe, in denen Aktien durchschnittlich zwischen 8,7 und 11,7 Prozent verloren, mit +1,1 bis +2,2 Prozent deutlich besser und zu Aktien negativ korreliert ab.²⁵

Zu ähnlichen Ergebnissen kommen auch Gorton/Rouwenhorst. Demnach gewannen Commodity-Futures in den 5 Prozent schlechtesten Aktienmonaten durchschnittlich 1,03 Prozent – und damit mehr als im Durchschnitt des gesamten betrachteten Zeitraumes – während Aktien 8,98 Prozent monatlich verloren.²⁶ Bei dem schlechtesten Prozent der Aktienmonate gewannen Commodity-Futures sogar 2,36 Prozent gegenüber einem Minus von 13,87 Prozent bei Aktien.²⁷ Die Ergebnisse lassen die Schlussfolgerung zu, dass die negative Korrelation von Commodities zu Aktien historisch betrachtet immer dann besonders ausgeprägt war, wenn sie im Sinne einer Absicherung gegen schwache Aktienreturns besonders benötigt wurde. Obwohl Commodities als Anlageklasse sehr gute Korrelationseigenschaften zu anderen Assetklassen aufweisen, sind die einzelnen Rohstoffe untereinander jedoch sehr wenig korreliert.²⁸ Dieser Umstand ist bei der Betrachtung aktiver Investmentstrategien von Bedeutung.

2.4.2 Absicherungseigenschaften

Neben den besonderen, historisch nachgewiesenen Korrelationseigenschaften zu anderen Assetklassen wird Rohstoffinvestments häufig auch eine tendenziell positive Korrelation zu politischen Risiken und Inflation unterstellt. Diese Eigenschaft würde sie zu einer sinnvollen Absicherung gegen Risiken prädestinieren, die mit herkömmlichen Anlageklassen in der Regel nicht zu beherrschen sind.

Genau wie die Renditeentwicklung einzelner Rohstoffe stark unkorreliert ist, unterscheidet

enden jeweils am 30.05.2008. Für den Vergleich mit Anleihen wurde von Gorton/Rouwenhorst der Ibbotson Corporate Bond Total Return Index verwendet. Der Vergleich des S&P GSCI sowie des CRB mit Anleihen bezieht sich auf den REXP über den Zeitraum von Januar 1988 (bzw. Januar 1989 und 1993) bis zum 30.05.2008.

²⁵ Vgl. Morgan Stanley, S. 4. Betrachtet wurde der Zeitraum zwischen Januar 1983 und Dezember 2005.

²⁶ Vgl. Gorton/Rouwenhorst (2005), S. 15.

²⁷ Vgl. ebenda, S. 17.

²⁸ Vgl. Mezger/Single (2006), S. 422 f.

sich auch die Reagibilität der verschiedenen Commodities bezüglich der Inflation. Edelmetalle, die historisch immer wieder als Währungsersatz und Inflationsschutz gesehen wurden, besitzen tatsächlich eine starke positive Korrelation zur erwarteten Inflation. Sie stellen damit jedoch eine Ausnahme unter den Commodities dar.²⁹ So haben die Sektoren Industriemetalle, Energie und Lebewild ein starkes Beta in Bezug auf die unerwartete Inflation. Das heißt, dass bei einer positiven Änderung der Inflationsrate auch die Rendite dieser Commodities steigt, während sie bei einer negativen Änderung der Inflation fällt. Insgesamt kann für den S&P GSCI festgehalten werden, dass er ein leicht positives Beta zur erwarteten Inflation und ein stark ausgeprägtes zur unerwarteten Inflation besitzt.³⁰ Eine häufig genannte Begründung für die hohe Inflationskorrelation ist zudem, dass steigende Rohstoffpreise oftmals als ein Treiber der Inflation fungierten, die Entwicklung der Commodity-Futures den positiven Zusammenhang zur steigenden Inflation also in sich selbst bedingen.³¹

Wie bereits beschrieben, besitzt die Collateral Yield, also der Zinsertrag, einen signifikanten Anteil an der langfristigen Gesamrendite von Rohstoffinvestments. In Zeiten hoher Inflation ist erfahrungsgemäß das allgemeine Zinsniveau entsprechend höher. Dies lässt sich theoretisch anhand der so genannten Fisher-Gleichung belegen, die die Nominalzinsen als Summe aus Realzinsen und (erwarteter) Inflation berechnet. Es ist daher nahe liegend, einen Zusammenhang zwischen der Performance des Collateral sowie der hohen Inflationskorrelation zu vermuten. Aufgrund der beschriebenen Beziehung zwischen Zinsniveau und Inflation erscheint dies sehr wahrscheinlich. Das genaue Ausmaß des Einflusses lässt sich jedoch nicht ohne weiteres bestimmen.³²

3. Managementansätze von Commodity-Investments

3.1 Rohstoffinvestments institutioneller Anleger

Die Investitionsquote institutioneller Anleger in alternativen Anlagen unterscheidet sich international relativ stark. Traditionell sind angloamerikanische Einrichtungen deutlich stärker in diesem Marktsegment engagiert als dies in Kontinentaleuropa und besonders in Deutschland der Fall ist.³³ Bei den alternativen Investments dominieren zudem Investitionen in Hedge Fonds und Private Equity. Rohstoffe spielen allenfalls eine stark untergeordnete

²⁹ Vgl. ebenda, S. 31.

³⁰ Diese wird als Änderung der erwarteten Inflation definiert. Vgl. Erb/Harvey (2006a), S. 370 f.

³¹ Vgl. Akey (2005), S. 8. Sinkende Margen der Güterproduzenten führen demnach zu steigenden Güterpreisen.

³² Des Weiteren besteht die Möglichkeit, dass steigende Rohstoffpreise, die letztlich inflationäre Entwicklungen beeinflussen können, durch eine zu lockere Zentralbankpolitik ausgelöst werden können. Entsprechende Untersuchungen hat z.B. die Europäische Zentralbank durchgeführt. Vgl. hierzu Browne/Cronin (2007), S. 7 ff.

³³ Vgl. Funke/Johanning/Schweizer (2007), S. 4. Der Anteil alternativer Investments wird bei deutschen institutionellen Investoren dabei auf 4-5 Prozent taxiert, während international 15 Prozent angegeben werden.

Rolle.³⁴ Vorreiter im Bereich der alternativen Anlagen und auch stark im Rohstoffsektor engagiert sind die amerikanischen Stiftungsfonds der Universitäten. So sind bereits seit mehr als zehn Jahren über 14 Prozent des Stiftungsvermögens der Harvard University in Commodities investiert.³⁵ Daneben haben auch europäische Versorgungseinrichtungen, z.B. die niederländische ABP, bereits Rohstoffinvestments getätigt oder planen dies.³⁶ In Deutschland beispielsweise sind 47,2 Prozent der befragten Institutionellen Investoren grundsätzlich an einem Investment in Commodities interessiert, wobei 23,9 Prozent aller Investoren bereits investiert sind.³⁷ Die spezifische Situation von Pensionskassen wird nachfolgend untersucht.

3.2 Restriktionen bei Pensionskassen

3.2.1 Leistungsspezifische Anforderungen

Der Auftrag einer Pensionskasse ist in ihrer Satzung klar umrissen und beinhaltet in erster Linie den „Betrieb von Geschäften der Verwaltung von Versorgungseinrichtungen“.³⁸ Es ist damit ihre Aufgabe, den berechtigten Versicherten eine Rente zu zahlen, insbesondere bei Erreichen der Altersgrenze, bei Berufsunfähigkeit oder als Hinterbliebenenleistung.³⁹ Diese vereinbarten Renten beinhalten auch die Zahlung eines Garantiezinses, der bei vielen Versorgungswerken und Versicherungen bei dem überwiegenden Teil des Versichertenbestandes bei vier Prozent liegt. Dies ist dem in der Vergangenheit hohen Zinsniveau geschuldet. Zwar wurde der Garantiezins vom Gesetzgeber seit Juli 2000 sukzessive bis auf heute 2,25 Prozent gesenkt, jedoch werden Lebensversicherungsunternehmen und Pensionskassen auch in Zukunft mit einem durchschnittlichen Bestandszins von rund vier Prozent rechnen müssen.⁴⁰

Aus diesem Auftrag der Pensionskasse lassen sich eindeutige Zahlungsverpflichtungen ableiten. Das Ziel einer Pensionskasse ist somit, so zu wirtschaften, dass die Erfüllung der Leistungs- und Zahlungsverpflichtungen langfristig gesichert ist. Große Bedeutung kommt dabei der Kapitalanlage der Pensionskasse zu.⁴¹ Aufgabe und Gestalt der Aktivseite werden daher wesentlich von den passivseitigen Anforderungen bestimmt.

³⁴ Vgl. BaFin (2008), S. 88-93. Der Anteil der Hedge Fonds- und Private Equity-Investments deutscher Versicherungen beträgt demnach jeweils 0,4 Prozent, während Rohstoffinvestments praktisch nicht vertreten sind.

³⁵ Vgl. Harvard University (2007), S. 10.

³⁶ Vgl. Mourre (2006), S. 5.

³⁷ Vgl. ebenda, S. 36.

³⁸ Siehe z.B. § 1 Abs. 2 Satzung des BVV Versicherungsverein des Bankgewerbes a.G.

³⁹ Siehe hierzu z.B. § 2 Satzung des BVV Versicherungsverein des Bankgewerbes a.G.

⁴⁰ Vgl. BVV (2008), S. 31.

⁴¹ Vgl. Peetz/Sescheck, S. 324.

3.2.2 Aufsichtsrechtliche Anforderungen

Regulierte Pensionskassen unterliegen der Kontrolle der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und den Regelungen des Versicherungsaufsichtsgesetzes (VAG). Diese sind von der BaFin durch die Anlageverordnung (AnIV) spezifiziert worden.⁴² Grundsätzlich ist das Vermögen der Versicherungsunternehmen nach den Grundsätzen größtmöglicher Sicherheit, Rentabilität und steter Liquidität anzulegen.⁴³ Dabei ist eine ausreichende Diversifikation des Portfolios sicherzustellen. Zu den investierbaren Assetklassen zählen neben Anleihen, Aktien, Investmentfonds und Immobilien z.B. Beteiligungen an Unternehmen und Einlagen bei Kreditinstituten.⁴⁴

Im Rahmen einer Überarbeitung der Anlageverordnung im Jahre 2007 wurden einige Neuerungen an den bestehenden Rahmenbedingungen vorgenommen. So werden erstmals explizit Commodities als Anlageklasse für Versicherungen und Pensionskassen zugelassen. Demnach werden über Sondervermögen (Fonds) sowie strukturierte Produkte (Zertifikate) Investments in Rohstoffindizes ermöglicht, sofern diese bestimmte qualitative Vorgaben erfüllen. So muss der zugrunde liegende Index hinreichend diversifiziert sein, eine adäquate Bezugsgrundlage zum Rohstoffmarkt besitzen sowie ein transparentes Preisbildungs- und Indexkonstruktionsverfahren nachgewiesen werden.⁴⁵ Die aktuelle Rechtslage sieht zudem vor, dass sämtliche Rohstoffinvestments auf die Hedge Fonds-Quote von maximal fünf Prozent sowie die Risikokapitalquote von 35 Prozent angerechnet werden. Eine separate Commodity-Quote von fünf Prozent wird von der BaFin jedoch diskutiert.

3.3 Fonds und Zertifikate als Investmentvehikel

Investmentvehikel stellen die Mäntel dar, in denen die weiter unten beschriebenen Anlagestrategien umgesetzt werden können. Ein Rohstoffexposure über Fonds kann auf verschiedene Weise erreicht werden. So lassen sich Indexfonds, Investmentfonds sowie Hedge Fonds unterscheiden. Indexfonds, wie z.B. Exchange Traded Funds (ETF), bilden meist über den Kauf von Swaps oder direkt über Commodity-Futures einen passiven Index nach.⁴⁶ Asset Manager, die reine Long-Only-Strategien verfolgen, also gegenüber einer Benchmark (z.B. einem passiven Rohstoffindex) einen Mehrwert generieren wollen, nutzen

⁴² S. AnIV vom 20. Dezember 2001 - zuletzt geändert durch Verordnung vom 21. Dezember 2007. Spezifiziert wird diese durch eine Vielzahl von Rundschreiben, insbesondere R 15/2005.

⁴³ Dem Prinzip der Sicherheit wird dabei die höchste Priorität eingeräumt und durch Angaben zu Laufzeiten, Kapitalschutz und Bewertungen durch Kreditratingagenturen spezifiziert. S. A II. 1. R 15/2005.

⁴⁴ S. A III. 7. c R 15/2005.

⁴⁵ Vgl. ebenda, S. 23.

⁴⁶ ETF's sind börsengehandelte, passiv gemanagte Fonds, die in der Regel einen Index abbilden.

häufig Investmentfonds. Diese werden auch als Net-Long-Fonds bezeichnet.⁴⁷ Sollen dagegen aktive Trading-Strategien mit Commodity-Futures umgesetzt werden, so bietet sich ein Investment über Hedge Fonds an, da diese im Gegensatz zu Investmentfonds wesentlich weniger Beschränkungen unterliegen.

Eng mit Indexfonds verwandt sind Exchange Traded Commodities (ETC). Im Gegensatz zu ETF's sind ETC's jedoch keine Investmentfonds und damit kein Sondervermögen, sondern zählen als Wertpapiere in Form einer Schuldverschreibung zu den Zertifikaten. Da sie jedoch mit physischen Rohstoffen besichert sind, haben sie große Ähnlichkeit zu den ETF's und können wie diese an der Börse gehandelt werden.⁴⁸ Zertifikate sind strukturierte Wertpapiere, die die Kursentwicklung eines zugrunde liegenden Basiswertes abbilden. Rechtlich haben sie den Status einer Schuldverschreibung und bergen damit anders als Investmentfonds ein Emittenten- bzw. Kontrahentenrisiko.⁴⁹

3.4 Investmentalternativen

3.4.1 Indizes der 1. Generation

Der erste Rohstoffindex wurde im Jahr 1957 vom amerikanischen Commodity Research Bureau eingeführt.⁵⁰ Ihm folgte erst 1991 der Goldman Sachs Commodity Index, der 2007 von Standard & Poor's übernommen und seitdem als S&P GSCI veröffentlicht wird. Bis dahin berechneten S&P ihren eigenen Commodity Index, den SPCI, der dann im S&P GSCI aufging. Genauso wie die beiden 1998 aufgelegten Dow Jones AIG Commodity Index und der Jim Rogers International Commodity Index (RICI) gehören der CRB und der S&P GSCI zu der so genannten 1. Generation von Rohstoffindizes. Im Jahr 2003 führte zudem die Deutsche Bank den Deutsche Bank Liquid Commodity Index ein. Insgesamt sind etwa 250 Mrd. US-Dollar in Produkten auf passive Indizes investiert, wobei der wesentliche Anteil auf den S&P GSCI sowie den DJ AIG entfällt.⁵¹

Die Rohstoffindizes der 1. Generation sind reine passive Indizes. Für die Indexberechnung werden nicht die tatsächlichen Kontrakte gekauft, sondern lediglich die dafür notwendigen Transaktionen unter Berücksichtigung der Kosten synthetisch nachgebildet.⁵² Die am Markt gängigen Indizes unterscheiden sich zum Teil relativ stark bezüglich Anzahl der enthaltenen

⁴⁷ Vgl. Mezger/Single (2006), S. 426.

⁴⁸ Vgl. Internetquelle Deutsche Börse (2008a).

⁴⁹ Vgl. Internetquelle Deutsche Börse (2008b).

⁵⁰ Der CRB heißt heute Reuters/Jefferies CRB Commodity Index, soll aber hier als CRB benannt sein. Ehemals gleich gewichtet, wurde die Systematik im Juni 2005 umgestellt. Die Angaben hier beziehen sich jedoch auf den gleich gewichteten Index. Vgl. Mezger/Single (2006), S. 417.

⁵¹ Vgl. Greely/Currie (2008), S. 14.

⁵² Vgl. Hilpold (2006), S. 399.

Rohstoffe, deren Gewichtung sowie der Kriterien, nach denen Rohstoffe ausgewählt und gewichtet werden.

Tabelle 2: Überblick über die wichtigsten Rohstoffindizes.

	CRB	S&P GSCI	DJ AIG	RICI	DBLCI
Allgemeine Daten					
Markteinführung	1957	1991	1998	1998	2003
Rückrechnung bis	09/1956	01/1970	01/1991	07/1998	01/1988
Anzahl Rohstoffe	17	28	19	35	6
Gewichtungs- und Auswahlkriterien	gleich gewichtet	Ø 5-Jahres-Produktion, Liquidität	Ø Produktion, Ø Handelsvol. 5 Jahre 2%/33%	Verbrauch, Bedeutung für die Weltwirtschaft	Liquidität der Commodity-Futures
Max-/Min-Gewichte	-	-/-	-	-/-	-/-
Rebalancing	jährlich	jährlich	jährlich	mtl.	mtl./jährlich
Jährliche Rendite in Prozent (Total Return bis 30.05.2008)					
Seit 01.01.1970	3,71	12,61	-	-	-
Seit 01.01.1991	3,72	8,18	9,04	-	13,31
Seit 01.01.1998	6,00	11,58	10,21	20,78	18,35
Risikomaße (1991 bis Dezember 2005)					
Volatilität (Prozent)	8,68	18,75	11,97	16,50	18,14
Sharpe Ratio	0,03	0,17	0,31	0,80	0,36

Quelle: in Anlehnung an Mezger/Single (2006).⁵³

3.4.2 Indizes der 2. Generation

In der Entwicklung der 2. Generation von Rohstoffindizes kam das Bestreben zum Ausdruck, den Rollmechanismus entlang der Futureskurve effizienter zu gestalten und so Performanceeinbußen in Form von (vermeidbaren) Rollverlusten zu minimieren. Häufig werden die Indizes der 2. Generation daher auch als „Enhanced Indizes“ bezeichnet.⁵⁴

Die großen passiven Indizes wie der S&P GSCI rollen ihre Kontrakte zwischen dem fünften und neunten Handelstag eines Monats und lösen daher auch bei entsprechenden Indexfonds Transaktionen aus, die den Preis der Futures auf Grund des hohen Investitionsvolumens in diesem Zeitraum beeinflussen können. Dadurch ergibt sich für aktive Händler die Möglichkeit des Front-Running. Mittels der so genannten statischen Rolloptimierungen wird daher versucht an anderen als den üblichen Börsenhandelstagen zu rollen, um diesem Effekt zu entgehen. Zudem besteht die Möglichkeit in länger laufende Kontrakte und damit weniger häufig zu rollen.⁵⁵

⁵³ Vgl. Mezger/Single (2006), S. 419. Die Daten des RICI sind jeweils ab 1998 berechnet. Die Berechnung der jährlichen Renditen erfolgte auf der Grundlage der Daten aus Bloomberg.

⁵⁴ Vgl. Goldman Sachs (2008), S. 30.

⁵⁵ Vgl. ebenda, S. 43.

Andere Rolltechniken zielen darauf ab, Saisonalitäten bestimmter Rohstofffutures auszunutzen, die z.B. auf im Jahresverlauf schwankende Lagerbestände zurückzuführen sind. Bei Erdgasfutures lässt sich beispielsweise feststellen, dass die Preise für Januar-Futures in der Regel höher sind als die für Juli-Futures, weshalb sich ein Rollen der Winterkontrakte in der Vergangenheit als ertragreich erwiesen hätte.⁵⁶ Eine weitere Variante ist das dynamische Rollen. Dabei wird angestrebt die Form der Futureskurve auszunutzen. So wird beispielsweise der Kontrakt gewählt, der bei einer Contango-Situation den geringsten Verlust bzw. umgekehrt den größten Gewinn aus Backwardation verspricht.⁵⁷ In der folgenden Tabelle sind die einzelnen Rollmechanismen nochmals zusammengefasst.

Tabelle 3: Übersicht über Rollmechanismen.

Strategie	Beschreibung
<i>Statisches Rollen</i>	Rollen außerhalb des üblichen Zeitfensters oder weniger häufig
<i>Saisonales Rollen</i>	Ausnutzen von fundamental bedingten saisonalen Schwankungen
<i>Dynamisches Rollen</i>	Rollen entlang der Futureskurve in günstigsten Kontrakt

3.4.3 Kritische Würdigung

Gemeinsames Ziel der dargestellten Commodity-Indizes ist die möglichst realistische Abbildung des globalen Rohstoffmarktes. Die Tatsache, dass die gängigen Indizes hinsichtlich Allokation, Gewichtungssystematik und -kriterien stark voneinander abweichen, erfordert jedoch auch von einem passiven Investor eine klare Einschätzung des Rohstoffmarktes.⁵⁸ Auch wenn mithilfe von passiven Indizes ursprünglich ein Gesamtmarkt adäquat abgebildet werden sollte, spiegeln die vorgestellten Indizes zum Teil sehr unterschiedliche Rohstoffmärkte wider und sind im Extremfall für sich genommen jeweils eine klare Positionierung zu einer bestimmten Rohstoffgruppe.⁵⁹

Die Methodik der Indexgewichtung und -berechnung des S&P GSCI sowie des DJ AIG kann dabei durchaus auch kritisch betrachtet werden. Da die Indexgewichte arithmetisch berechnet werden und vom Produktions- bzw. Handelsvolumen abhängen, nimmt bei – im Vergleich zu den anderen Rohstoffen – stark steigenden Preisen eines Rohstoffes dessen Gewichtung im Index deutlich zu.⁶⁰ Diese Gewichtungsmethodik wirkt dabei wie eine automatische prozyklische Allokation.⁶¹

⁵⁶ Vgl. Goldman Sachs (2008), S. 47. Vgl. hierzu auch Gliederungspunkt 2.1.3.

⁵⁷ Vgl. ebenda, S. 52.

⁵⁸ Vgl. ebenda, S. 21.

⁵⁹ Auch die Frage, ob gleich gewichtete Indizes ein akkurates Bild des Rohstoffmarktes liefern können, kann kontrovers diskutiert werden. Zumindest auf Aktien bezogen, kann ein gleich gewichteter Index kein realistischer Gradmesser für den Gesamtmarkt sein. Vgl. hierzu auch Erb/Harvey (2006b), S. 8 f.

⁶⁰ Vgl. ebenda, S. 18. Beim mit geometrischen Durchschnitten berechneten CRB tritt dieser Effekt nicht auf.

⁶¹ Vgl. Rogers (2005), S. 265. Während dieser Effekt beim DJ AIG durch die Existenz von Maximalgewichten abgeschwächt wird, lässt sich beim S&P GSCI beobachten, dass sich z.B. der Anteil der Energierohstoffe parallel zu den steigenden Energiepreisen von 1998 bis 2008 um mehr als 50 Prozent erhöht hat. Beim mit

Die Indizes der 2. Generation versuchen sich Ineffizienzen, die durch einfache passive Indizes verursacht werden, sowie beobachtbare Gesetzmäßigkeiten und wiederkehrende Muster wie Saisonalitäten an den Rohstoffmärkten zu Nutze zu machen. Jedoch sind die meisten dieser Produkte erst seit relativ kurzer Zeit am Markt und verfügen daher über eine entsprechend kurze Historie. Obwohl die Erträge in den Back-Tests durchaus ansehnlich waren, kann daraus nicht auch in Zukunft ein Funktionieren der Indizes abgeleitet werden. Besonders die Tatsache, dass vermehrt Investoren diese verhältnismäßig simplen Justierungen an den Indizes vornehmen werden, lässt die Wahrscheinlichkeit von überdurchschnittlichen Erträgen sinken, auch wenn zu erwarten ist, dass die Enhanced Indizes weiterhin einen Mehrwert gegenüber herkömmlichen passiven Indizes erbringen können. Zumindest eine Verwässerung der Effekte, die durch berechenbare Verzerrungen aufgrund von Saisonalitäten oder zeitgleichem Rollen großer Indexgruppen entstehen, ist bei weiter zunehmendem Investitionsvolumen in optimierte Indexprodukte sehr wahrscheinlich.

Als long-only Investments spiegeln passive Indizes die Marktentwicklung der im Index gefassten Rohstoffe wider. Neben der Partizipation an steigenden Rohstoffpreisen birgt dies jedoch auch das Risiko zum Teil deutlicher Wertverluste in schwachen Marktphasen. Die Wahrscheinlichkeit, mit passiven Indexinvestments in Phasen fallender Rohstoffpreise positive Erträge zu erzielen, ist sehr gering. Zudem bieten einfache Indizes kaum Schutz vor den zuvor beschriebenen Risiken durch Drawdowns.⁶² Ein solches Investment ist daher immer auch von der Marktmeinung des Investors, also der erwarteten Rohstoffpreisentwicklung, abhängig zu machen.

3.5 Semi-aktive systematische Lösungen

3.5.1 Definition

Im eigentlichen Sinne handelt es sich bei diesen Lösungen um Portfolien, in denen Handelsstrategien umgesetzt werden, die regelbasierte Transaktionen durchführen. Aufgrund der besseren Investierbarkeit erfolgt die Darstellung der Wertentwicklung einer solchen Strategie in Indexform, auf die dann z.B. Zertifikate strukturiert werden. Der wesentliche Unterschied zu den Indizes der 2. Generation ist hierbei die Änderung in der Allokation von Rohstoffen aufgrund externer Signale. Da zwar aktiv Änderungen durchgeführt werden, diese jedoch auf Basis systematischer, im Vorhinein festgelegter Regeln erfolgen, werden diese Lösungen auch als semi-aktiv bezeichnet. Signale für solche Allokationsänderungen können sowohl fundamentale Daten als auch technische Indikatoren sein.

geometrischen Durchschnitten berechneten CRB tritt dieser Effekt nicht auf.

⁶² Vgl. hierzu auch Akey (2005), S. 28.

3.5.2 Ausprägungen

Bei den semi-aktiven Investmentalternativen können im Wesentlichen zwei Ausprägungen unterschieden werden, deren konträre Ansätze in der Folge genauer untersucht werden sollen. Dabei handelt es sich um Momentum-Trading-Strategien sowie Mean-Reversion-Ansätze, die in strukturierten Produkten teilweise mit systematischen Long/Short-Strategien kombiniert werden.

Der Begriff des Momentum entstammt der technischen Analyse von Wertpapieren. Er bezeichnet die Schwungkraft einer Preisentwicklung und dient der Darstellung von Trends. Momentum-Strategien liegt die Annahme zugrunde, dass die Wahrscheinlichkeit der Fortsetzung eines Trends größer ist als die einer Trendumkehr.⁶³ Im Rohstoffbereich wird eine solche Strategie daher in der Form umgesetzt, dass Long-Positionen in Rohstoffen eingegangen werden, die einen positiven Trend aufweisen, deren Preise also in den vergangenen Monaten gestiegen sind. Innerhalb eines Strategie-Portfolios werden die Commodities dann beispielsweise entsprechend der Stärke ihres Trends gewichtet. Ein Rebalancing erfolgt dabei meist auf monatlicher Basis. Häufig erfolgt hier eine Kombination mit Long/Short Strategien, indem zusätzlich zu den Long-Positionen Short-Positionen auf Rohstoffe mit negativem Trend eingegangen werden.

Als Mean-Reversion wird in der Finanzwissenschaft der Effekt bezeichnet, dass sich Erträge langfristig ihrem Mittelwert annähern und im Zeitablauf um diesen schwanken.⁶⁴ Bezogen auf Rohstoffe ist die Tendenz der Preise gemeint, sich langfristig an den Grenzkosten der Produktion zu orientieren.⁶⁵ Auf dieser Erkenntnis aufbauend hat z.B. die Deutsche Bank 2003 eine Handelstrategie entwickelt, die auf Grundlage des DBLCI einen Mean-Reversion-Ansatz umsetzt. Basierend auf den 5-Jahres-Durchschnitten der Preise der enthaltenen Commodity-Futures werden diejenigen, die über ihrem Durchschnittspreis liegen, untergewichtet und relativ zum Durchschnitt gesehen billige Commodity-Futures übergewichtet.⁶⁶ Im Gegensatz zu Momentum-Strategien, die einen prozyklischen Ansatz verfolgen, wird beim Ausnutzen einer Mean-Reversion-Tendenz antizyklisch vorgegangen.

Beide Strategien stellen nur einen Ausschnitt möglicher Varianten semi-aktiver systematischer Ansätze dar. Das Ziel dieser Arbeit liegt jedoch nicht in der umfassenden Beschreibung am Markt existierender Strategien, sondern in der Darstellung einer Auswahl

⁶³ Vgl. Internetquelle Landmesser (2003).

⁶⁴ Vgl. Internetquelle Landmesser (2003).

⁶⁵ Vgl. Geman (2005) in Momentum in Asset Returns, S. 13.

⁶⁶ Vgl. Deutsche Bank (2008), S. 11.

grundsätzlicher Ausprägungen systematischer Ansätze, um ein Bild möglicher Investmentalternativen zu vermitteln.

3.5.3 Kritische Würdigung

Die Entwicklung systematischer Handelsstrategien basiert auf dem Erkennen von Mustern in den Commodity-Futures-Märkten. Auf Grundlage dieser Muster werden regelbasierte Strategien entworfen, die auf das Ausnutzen dieser Anomalien ausgelegt sind. Solange Ineffizienzen in den Rohstoffmärkten bestehen, wird es auch möglich sein, von diesen zu profitieren. Gleichzeitig leisten diese Ansätze einen wichtigen Beitrag zur Beseitigung der Ineffizienzen, da angenommen werden kann, dass die Märkte mit zunehmender Anzahl von Investoren an Effizienz gewinnen werden. Jedoch ist durchaus denkbar, dass bestimmte Muster auch in Zukunft Bestand haben werden. Besonderheiten wie z.B. die Dominanz von Backwardation auf bestimmten Rohstoffmärkten sind die den entsprechenden Rohstoffen inhärenten Eigenschaften, wie beispielsweise schwere Lagerfähigkeit, zuzuschreiben und bestehen schon seit langer Zeit. Auch der Eintritt zusätzlicher Investoren hat bisher nicht dazu geführt, dass sich die daraus resultierenden Effekte abschwächen.⁶⁷ Ändert sich jedoch z.B. aufgrund unterwarteter Marktverwerfungen die Grundlage, auf der eine Strategie basiert, ist diese unter Umständen nicht flexibel genug, um auf die Änderung zu reagieren. So kann eine Strategie, die auf dem Eingehen von Long-Positionen in bestimmten Rohstoffen, die in Backwardation notierten, basiert, in Zukunft scheitern, wenn die entsprechenden Rohstoffe in Contango notieren oder umgekehrt.⁶⁸

3.6 Aktive diskretionäre Lösungen

3.6.1 Definition

Aktive diskretionäre Lösungen zeichnen sich dadurch aus, dass ein Manager Anlageentscheidungen nach eigenem Ermessen - also diskretionär - trifft. Es ist ihm dabei anheim gestellt, auf welcher Grundlage er seine Erwartungen und Entscheidungen aufbaut. Ein aktiver Asset Manager kann demnach verschiedene Strategien verfolgen, die er unter Zuhilfenahme von Fundamentaldaten, technischen Indikatoren oder anderer aus seiner Sicht bedeutsamer Faktoren umsetzt. Die Spanne der Entscheidungsgrundlagen kann dabei von quantitativen Marktmodellen bis hin zu den reinen Erfahrungswerten des Managers reichen.

⁶⁷ Vgl. Miffre/Rallis (2006), S. 12.

⁶⁸ Vgl. Chong/Miffre (2006), S. 17.

3.6.2 Ausprägungen und Stile

Gerade im Bereich der Hedge Fonds existieren eine Vielzahl unterschiedlicher und zum Teil sehr komplexer Strategien. Im Rahmen dieser Arbeit wird daher versucht, eine Auswahl dieser Ansätze vorzustellen, um einen Einblick in das Spektrum möglicher Varianten aktiver Commodity-Strategien zu gewähren.

Absolute-Return-Ansätze versuchen vor allem durch das Ausnutzen von Marktineffizienzen einen stetigen, marktunabhängigen Ertrag zu erwirtschaften. Auch hierzu werden häufig systematische oder auf quantitativen Rechenmodellen basierende Handelsstrategien genutzt. Im Hedge Fonds Bereich verbreitet sind z.B. Relative-Value-Strategien. Dabei wird versucht relative Bewertungsdifferenzen entweder zwischen verschiedenen Rohstoffen, Inter-Commodity-Konzepten oder zwischen verschiedenen Produkten und Laufzeiten eines Commodites, als Intra-Commodity-Konzepte, auszunutzen.⁶⁹

In Abgrenzung zu den stark quantitativ geprägten Relative-Value-Strategien betreiben vor allem aktive Manager mit Net-Long-Bias die Rohstoffauswahl anhand überwiegend fundamentaler Faktoren. Hier bestehen auf den Commodity-Futures-Märkten einige zum Teil schon genannte strukturelle Ertragsquellen. Beispielhaft können Hedgedruck sowie Knappheit als Renditequellen und Auswahlkriterien genannt werden. Hedgedruck entsteht in Märkten, in denen es einen Überhang an Short Hedgern (z.B. Produzenten) gibt und nicht ausreichend Marktteilnehmer, die dagegen Long-Positionen einnehmen. Short-Hedger zahlen daher eine Prämie für die Risikoübernahme durch das Eingehen einer Long-Position.⁷⁰

Manager, die einen Top-Down-Ansatz verfolgen, selektieren Rohstoffe anhand makroökonomischer Daten zur Entwicklung der Angebots- und Nachfragesituation einzelner Rohstoffe oder Rohstoffgruppen. Hierzu nutzen sie z.B. Konjunkturdaten wie das BIP-Wachstum oder Einkaufsmanagerindizes, monetäre Indikatoren wie die Veränderung der Geldmenge oder auch Sentimentindikationen wie das Konsumenten- oder Verbrauchervertrauen, um hieraus Erkenntnisse über die zukünftige Entwicklung von Rohstoffpreisen zu gewinnen.⁷¹ Insbesondere können hier individuelle Erfahrungswerte und Marktkenntnisse des Managers von Bedeutung sein.

⁶⁹ Vgl. Hilpold (2006), S. 400. Inter-Commodity-Konzepten liegen historische Korrelationen zwischen (verwandten) Rohstoffen, wie z.B. Rohöl, Bernzin und Heizgas, zugrunde. Bei Intra-Commodity-Konzepten werden z.B. Saisonalitäten beim Erdgas, sog. Kalenderspreads, ausgenutzt.

⁷⁰ Vgl. Eagleeye/Till (2006), S. 437. Als Beispiel kann der Benzinmarkt genannt werden, auf dem sich die Einzelnen Käufer, also Verbraucher, im Gegensatz zu den Anbietern nur selten gegen steigende Preise hedgen.

⁷¹ Vgl. Mezger/Single (2006), S. 425.

Da der richtigen Managerauswahl große Bedeutung zukommt, ist es gerade für institutionelle Investoren üblich, Hedge Fonds-Strategien über Fund of Hedge Funds umzusetzen. Das Risiko von Single Hedge Fonds wird so gemieden. Zudem kommt die Aufgabe der Auswahl der richtigen Single Hedge Fonds den Dachfondsmanagern zu, die in der Regel über eine größere Expertise und bessere Kontakte verfügen als die meisten institutionellen Investoren. Ein wesentlicher Vorteil liegt daneben in der Manager- und Strategie-Diversifikation auf Fondsebene.

3.6.3 Vor- und Nachteile aktiver Commodity-Strategien

Wie bereits dargestellt ist der Rohstoffmarkt ein relativ enger und im Wesentlichen von Rohstoffproduzenten und -verarbeitern dominierter Markt. Obwohl etwa einhundert Rohstoffe gehandelt werden, sind von diesen nur rund 25 Commodity-Futures liquide genug, um für Investoren tatsächlich investierbar zu sein.⁷² Das Investmentuniversum ist daher entsprechend klein im Vergleich zu den internationalen Aktien- und Anleihemärkten.

Aufgrund seiner Heterogenität kann davon ausgegangen werden, dass der Rohstoffmarkt in Bezug auf die Abdeckung durch Analysten wesentlich weniger durchdrungen ist als die Aktienmärkte. Dies wird Auswirkungen auf die Informationseffizienz haben, sodass es einem aktiven Manager möglich sein sollte, durch gute Research- und Analysearbeit ähnlich wie bei Small Caps an den Aktienmärkten gegenüber anderen Marktteilnehmern einen Informationsvorsprung zu erlangen und eine Outperformance gegenüber dem Markt zu erzielen.

Besonders wenn hierbei die Rohstoffselektion aufgrund fundamentaler Daten erfolgt, ist die genaue Marktkennntnis eine wesentliche Voraussetzung für einen erfolgreichen Ansatz. Die einzelnen Rohstoffmärkte unterscheiden sich untereinander hinsichtlich der wichtigen Einflussfaktoren, Produktionsgebiete, Liquidität und ähnlichem, weshalb sehr spezielles Wissen erforderlich ist, um in den entsprechenden Märkten erfolgreich zu agieren.

Eine relativ umfassende Analyse der Performance aktiver Manager im Vergleich zu passiven Indizes wurde 2005 von Rian P. Akey anhand der Performancedaten von aktiven Managern zwischen 1991 und Ende 2004 durchgeführt. Die Performance-, Korrelations- und Risikokennzahlen sind in der folgenden Tabelle dargestellt. Auch wenn es sich bei den vorgestellten Daten um die Ergebnisse einer einzelnen Studie handelt und diese deshalb nicht als allgemeingültig angesehen werden dürfen, zeigt die Performance-Analyse aktiver

⁷² Vgl. Mercer (2007), S. 2.

Manager zumindest, dass durch aktive Rohstoffselektion ein Mehrwert erzielt werden kann. Vor allem die geringe Korrelation zu den passiven Indizes zeigt die Möglichkeiten auf, mithilfe aktiver Commodity-Strategien marktneutrale Erträge zu generieren. Zudem ist die zumindest historisch gesehen geringe Volatilität sowie die Daten über die stärksten jährlichen Drawdowns als deutlicher Hinweis darauf zu sehen, dass sich durch aktives Management auch die Verlustrisiken eines Rohstoffinvestments verringern lassen.

Tabelle 4: Performance- und Risikokennzahlen aktiver Commodity-Futures-Händler im Vergleich mit passiven Indizes. 01/1991-12/2004.

Index / Portfolio	Rendite p.a. in Prozent	Volatilität in Prozent	Max. jährl. Drawdown in Prozent	Korrelation des aktiven Portfolios
Aktives Portfolio	15,89	7,60	-7,02	1,00
CRB	3,30	8,34	-28,37	0,30
DBLCI	10,09	18,49	-46,11	0,35
DJ AIG	6,89	11,82	-36,20	0,42
S&P GSCI	5,66	18,06	-48,25	0,35
ICI	10,10	14,04	-36,94	0,38

Quelle: Akey (2005), S. 31 - 33.⁷³

4. Anlagestrategien im Lichte der Finanzmarktkrise

Commodity-Investments rücken seit Beginn dieses Jahrtausends weltweit zunehmend in das Blickfeld institutioneller Investoren. Auch europäische Altersvorsorgeeinrichtungen und Versicherungen, die in der Vergangenheit vorwiegend in traditionellen Anlageklassen investiert waren, planen aktuell erste Allokationen oder haben diese bereits getätigt. Die systematische Analyse der historischen Risiko- und Renditekennzahlen von Commodity-Futures führte zu Erkenntnissen, die gängige Vorurteile in neuem Licht erscheinen ließen. Wie dargestellt wurde, weisen Commodity-Investments Eigenschaften auf, die von besonderem Nutzen im Rahmen der Portfoliooptimierung sind. Dies macht sie besonders für langfristig orientierte institutionelle Anleger interessant.

Ein wesentlicher Ansatzpunkt besonders für institutionelle Anleger mit langfristigem Investitionshorizont sind die Diversifikationseigenschaften eines Rohstoffinvestments im Sinne einer Portfoliooptimierung sowie die Möglichkeit eine Absicherung gegen die Inflation darzustellen. Diese Anforderungen lassen sich am Besten mit direktionalen Long-Only-Investments erreichen, die entweder über passive Indizes oder aktive Manager realisiert werden können. Gerade die dargestellten Ineffizienzen des Rohstoffmarktes bieten jedoch aktiven Managern Ertragspotenziale, die ein Investor über passive Investments nur

unzureichend abdecken kann. Die Ausführungen zeigen, dass es sinnvoll ist, die Anlageklasse Commodities nicht nur über eine Investmentalternative abzudecken, sondern eine Kombination unterschiedlicher Ansätze zu wählen. Kern einer Allokation sollte ein passives Investment z.B. in einen Enhanced Index darstellen. Vor dem Hintergrund der jüngsten Erfahrungen aus der Finanzkrise müssen mögliche Investments einer Pensionskasse jedoch in anderem Licht betrachtet werden.

Die aktuelle Finanzmarktkrise hat den Investoren die Risiken eines direktionalen Betainvestments im Rohstoffmarkt sehr deutlich vor Augen geführt. Nicht nur haben sich die deutlichen Drawdown-Risiken realisiert, sondern es ist vielmehr auch ein durch die aktuelle Liquiditätskrise ausgelöster Gleichlauf fast aller Assetklassen eingetreten. Besonders viele Hedge Fonds waren und sind gezwungen, Vermögenswerte zu liquidieren, um Anleger, die Gelder abziehen, auszahlen zu können. Während sich Commodities im ersten Halbjahr 2008 im Gegensatz zu Aktien noch deutlich positiv entwickelt haben, mussten sie daher bis November die Gewinne des laufenden Jahres mehr als abgeben. Sie haben, gemessen an den großen Indizes, von den Höchstständen über 50 Prozent verloren.

Um den hohen Drawdown-Risiken begegnen zu können, erscheint es sinnvoll, einen Allokationsmechanismus zu installieren, der ein Steuern des passiven Exposures je nach erwarteter Marktlage ermöglicht. Dieser kann, ähnlich dem Agieren aktiver Long-Only-Manager am Markt, auf fundamentalen Indikatoren, wie Lagerbeständen und Wachstumserwartungen, oder Sentimentindikatoren beruhen.

Des Weiteren lassen die jüngsten Entwicklungen vermuten, dass in Zukunft aktiven Ansätzen noch größere Bedeutung zukommen wird. Da besonders in Zeiten volatiler Aktien- und Rentenmärkte konstante absolute Erträge zur Stabilität des Portfolios beitragen, besteht die Möglichkeit marktunabhängige Investmentalternativen als „Satelliten“ um ein passives Kerninvestment herum zu implementieren. Der Vorzug sollte dabei aktiven Managern vor systematischen Handelsstrategien gegeben werden. Ersteren ist hier zugute zu halten, dass sie im Gegensatz zu einer systematischen Handelsstrategie flexibler auf sich ändernde Märkte reagieren können und so auch in einem schwierigen Marktumfeld unter Umständen eher in der Lage sind, Mehrwert zu generieren.

Die Lehren, die aus der Finanzkrise gezogen werden können, bestätigen die Erkenntnis, dass Kapitalmärkte keine „Einbahnstraße“ darstellen und im Rahmen eines ganzheitlichen Portfoliomanagements die besonderen Eigenschaften einer Assetklasse sowie deren spezifische Risiken adressiert werden müssen. Besonders für Pensionskassen stellen

Investments in passive Commodity-Indizes eine Investitionsmöglichkeit dar, die wesentliche Anforderungen, welche an eine Pensionskasse gestellt werden, erfüllen. Durch die Fokussierung auf reine passive Ansätze können den Investoren jedoch nicht nur Opportunitäten entgehen, die sich aus einer aktiven Herangehensweise an das Thema Rohstoffinvestments ergeben können. Auch die Risiken, die diese Ansätze bergen, sind zuletzt offenbar geworden. Folgerichtig erscheint daher im Sinne einer möglichst ganzheitlichen Abdeckung der Anlageklasse sowohl die Einbeziehung aktiver Strategien als auch das Einrichten eines Steuerungsmechanismus für Long-Only-Investments sinnvoll.

Literaturverzeichnis

Akey, Rian P. (2005)

Commodities – A Case for Active Management, Chicago / Illinois 2005

BaFin Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Hrsg.) (2008)

Jahresbericht der BaFin 2007, Frankfurt am Main 2008

Browne, Frank / Cronin, David (2007)

Commodity Prices, Money and Inflation, Working Paper Series No. 738, Europäische Zentralbank, Frankfurt 2007

Busack, Michael / Kaiser, Dieter G. (2006)

Alternative Investment-Strategien – Definition, Klassifikation und Anlagetechniken, in: Handbuch Alternative Investments Band 1, S. 5-31, Wiesbaden 2006

BVV Versicherungsverein des Bankgewerbes a.G. (Hrsg.) (2008)

Jahresberichte 2007 - BVV Versicherungsverein des Bankgewerbes a.G. Berlin / BVV Versorgungskasse des Bankgewerbes e.V. Berlin, Berlin 2008

Chong, James / Miffre, Joelle (2006)

Conditional Risk Premia and Correlations in Commodity Futures Markets, 04.09.2006, Northridge 2006

Dichtl, Hubert (2007)

Anlage in Rohstoffen – Systematische Analyse und Vergleich alternativer Anlagemöglichkeiten, Kronberg 2007

Deutsche Bank (Hrsg.) (2008)

Alternatives in Commodities, Präsentation der Deutschen Bank, gehalten beim BVV in Berlin im Mai 2008

Eagleeye, Joseph / Till, Hillary (2006)

Aktive Commodity-Strategien als Instrument der Rendite-Optimierung, in: Handbuch Alternative Investments Band 2, S. 433-452, Wiesbaden 2006

Erb, Claude B. / Harvey, Campbell R. (2006a)

Ertragsquellen und zu erwartende Renditen von Rohstoff-Investments, in: Handbuch Alternative Investments Band 2, S. 351-389, Wiesbaden 2006

Erb, Claude B. / Harvey, Campbell R. (2006b)

The Tactical and Strategic Value of Commodity Futures, Los Angeles / Cambridge 2006

Funke, Christian / Johanning, Lutz / Schweizer, Denis (2007)

Geringe Anlagequote in Alternative Investments: Das implizite Risikoempfinden institutioneller Investoren in Deutschland, Edition Risikomanagement 1.3, Union Investment (Hrsg.), Frankfurt am Main 2007

Goldman Sachs (Hrsg.) (2008)

Investing in Commodities – Risk Premium, Enhanced Beta and Alpha, Präsentation, gehalten beim BVV in Berlin im Juni 2008

Gorton, Gary / Rouwenhorst, K. Geert (2005)

Facts and Fantasies about Commodity Futures, Yale ICF Working Paper 04-20, February 2004

Greely, David / Currie, Jeffrey (2008)

Commodities – Speculators, Index Investors and Commodity Prices, Goldman Sachs Global Investment Research, 29.06.2008, London 2008

Harvard University (2007)

Financial Report – Fiscal Year 2007, Boston 2007

Hilpold, Claus (2006)

Hedgefonds im Rohstoff-Bereich: Relative Value Commodities – Einblick in die Geheimnisse um Crack Spreads, Spark Spreads und Dark Spreads, in: Handbuch Alternative Investments Band 2, S. 395-412, Wiesbaden 2006

Krämer, Werner (2005)

Traditionelle und nicht-traditionelle Investments, in: Praktiker-Handbuch Alternatives Investmentmanagement – Hedge-Fonds Asset-Allocation Quantitative Methoden, Dietmar Peetz (Hrsg.), S. 156-241, Stuttgart 2005

Metzger, Markus / Single, Gerhard L. (2006)

Rohstoffe als Alternatives Investment – Partizipationsmöglichkeiten an einer fast vergessenen Asset-Klasse, in: Handbuch Alternative Investments Band 2, S. 415-430, Wiesbaden 2006

Miffre, Joelle / Rallis, Georgios (2006)

Momentum in Commodity Futures Markets, London 2006

Mourre, Marc et al. (2006)

Commodities for Investors, Präsentation von Morgan Stanley, gehalten beim BVV in Berlin im November 2006

Peetz, Dietmar / Sescheck, Ralf (2005)

Alternatives Investmentmanagement, in: Praktiker-Handbuch Alternatives Investmentmanagement – Hedge-Fonds Asset-Allocation Quantitative Methoden, Dietmar Peetz (Hrsg.), S. 324-339, Stuttgart 2005

Rajagopal, Mohan (2005)

Commodities – An Introduction, Präsentation der Deutschen Bank, gehalten beim BVV in Berlin im Mai 2005

Rogers, Jim (2005)

Rohstoffe – Der attraktivste Markt der Welt – Wie jeder von Öl, Kaffee und Co. profitieren kann, München 2005

Shemilt, Heather / Unsal, Selen (2004)

The Case for Commodities as an Asset Class, Juni 2004, Goldman Sachs & Co. (Hrsg.), New York 2004

Spremann, Klaus (2006)

Portfoliomanagement, 3. überarbeitete und ergänzte Auflage, München 2006

Streitmayer, Sven (2008)

Rohstoffe als Assetklasse – Theoretische Grundlagen, in: Kapitalmärkte. Commodity Yearbook 2008. Aktuelle Trends und Entwicklungen an den Rohstoffmärkten. LBBW, Stuttgart 2008, S. 19-22

Internetquellenverzeichnis

Deutsche Börse (Hrsg.) (2008)

ETC Exchange Traded Commodities, abgerufen am: 13.07.2008, http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/kir/gdb_navigation/trading_members/20_ETC

Landmesser, Detlev (2003)

Momentum und Contrarian – mit und gegen den Markt, 31.03.2003, abgerufen am: 16.06.2008, http://boerse.ard.de/analyse.jsp?key=dokument_3965&haupt_doc=container_finanzwissen_3971