

Der BAI e.V. dankt folgenden Sponsoren für die freundliche Unterstützung dieses Newsletters:



### Diese Termine sollten Sie sich nicht entgehen lassen!

23. Oktober 2018 (Frankfurt)

**BAI Insight 47 zum Thema „ Liquid Alternatives - Eine Bestandsaufnahme mit Blick in die Zukunft“**

28. November 2018 (Bad Homburg)

**BAI Insight 48 zum Thema „Immobilien und Infrastruktur – Chancen von Value-Add-Strategien“, mit anschließender Verleihung des BAI-Wissenschaftspreises**

14. und 15. Mai 2019 (Frankfurt)

**BAI Alternative Investor Conference**

ua. mit Vorträgen von Prof. Dr. Hans-Peter Burghof, Universität Hohenheim in Stuttgart, zu „Effizienz und Stabilität von Finanzsystemen: Die systemische Perspektive“, Prof. Dr. Aloys Prinz, Westfälische Wilhelms-Universität Münster, zur Niedrigzinspolitik aus mikroökonomischer Sicht, und Prof. Dr. Rudi Zagst, Technische Universität München (TUM), mit einem Beitrag zu Einsatz und Güte von Finanzmathematischen Modellen bei der Kapitalanlage, sowie mit einem Get-together-Speech von Henry Maske, Olympiasieger und IBF-Weltmeister.

## Inhalt

- |    |   |    |  |
|----|---|----|--|
| 2  | Leitartikel   | 25 | Total Return: worauf es wirklich ankommt<br>Jörg Schomburg, AXA IM, und Pierre Emmanuel<br>Juillard, AXA IM Chorus Limited |
| 6  | Stellenanzeigen   | 30 | Liquid Alternatives – Rendite und Diversifikation<br>jenseits traditioneller Anlagen<br>Dr. Alexander Zanker, Dekabank     |
| 9  | Mitgliederneuvorstellungen  | 34 | Alternative Risikoprämien: Vorteile und<br>praktische Erwägungen<br>Julien Malet und Dr. Florian Rehm, Unigestion SA       |
| 10 | Verstärkung der Geschäftsstelle   | 44 | Veranstaltungshinweise   |
| 11 | Liquid Alternatives – Vielfalt alternativer<br>Anlagekonzepte<br>Michael Busack und Dr. Jan Tille, Absolut Research<br>GmbH | 49 | Buchvorstellungen  |
| 16 | Impressum   |    |  |
| 17 | Managed Futures und der KISS Effekt<br>Urs Schubiger, Dr. Egon Rüsche und Fabian Dori,<br>Aquila Group                      |    |  |

Sehr geehrte Damen und Herren, liebe Mitglieder,

## **ESMA gibt Risikowarnung: Markt-, Kredit- aber auch Cyberrisiken im Fokus des Risk Dashboards**

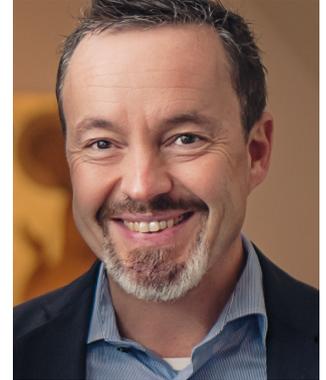
Die Warnungen der Aufsichtsbehörden auf nationaler und europäischer Ebene nehmen zu. Nachdem wir in unseren Pressemitteilungen von September und Oktober bereits die Warnungen der BaFin in Bezug auf Preisblasen oder die vermeintlich zu laxen Kreditvergabe der Banken bei Unternehmenskrediten aufgegriffen hatten, legt jetzt auch die europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde ESMA nach. Wiederholt haben wir Sie auf die Risikoanalysen von ESMA hingewiesen, bei der mittlerweile ja eine Flut von Daten über die Finanzmärkte und deren Akteure zusammenlaufen. Zu den Kernaufgaben von ESMA gehört bekanntlich insbesondere die Risikoanalyse in Bezug auf Investoren, Märkte und Finanzstabilität. Weitere Kernaufgaben sind bekanntermaßen die Erstellung eines einheitlichen Rechtsrahmens (Single Rulebook) für die europäischen Finanzmärkte, die Herstellung von aufsichtsrechtlicher Konvergenz zwischen den Mitgliedstaaten sowie die direkte Überwachung von diversen Finanzmarktentitäten wie z.B. Ratingagenturen.

Auch der BAI hat in der Vergangenheit die exorbitante Datenmenge, die an ESMA direkt bzw. indirekt über die nationalen Aufsichtsbehörden geliefert werden muss, kritisiert und hinterfragt, ob und in welcher Form diese Daten auf einer ersten Stufe überhaupt sinnvoll verarbeitet und auf einer zweiten Stufe dann auch sinnvoll für aufsichtliche Zwecke, aber letztendlich auch für die Marktteilnehmer analysiert und zur Verfügung gestellt werden können.

ESMA hat nunmehr seinen zweiten Report für das Jahr 2018 zu Trends, Risks and Vulnerabilities veröffentlicht, der für jeden Risikomanager, aber auch für professionelle Investoren mittlerweile zur Pflichtlektüre gehören dürfte. Auf über 120 Seiten beleuchtet ESMA gegenwärtige Risiken, angefangen von Markt- und Liquiditätsrisiken, über operationelle Risiken wie z.B. Cyberrisiken bis hin zu den Implikationen von Brexit oder Handelskriegen.

Passend zum Umschwung auf den Finanzmärkten in den letzten Wochen hat ESMA insbesondere die deutlich zuneh-

mende Volatilität als ernst zu nehmendes Risiko identifiziert und mahnt daher Investoren nachdrücklich zur Vorsicht. Aber in ihrer Bestandsaufnahme zu Trends, Risiken und Schwachstellen (Trends, Risks, and Vulnerabilities (TRV) Report, No. 2, 2018, [hier](#) abrufbar, geht es eben nicht nur um Volatilitätsrisiken, sondern auch um Cyberrisiken und schließlich auch Risiken für – grenzüberschreitende – Geschäftsaktivitäten durch den Brexit, die als nicht minder relevant eingestuft werden. Weitere Warnungen adressiert ESMA im Kontext von Unternehmensratings (corporate debt ratings) sowie in Bezug auf die Liquidität von Unternehmens- und Staatsanleihen.



*Frank Dornseifer,  
Geschäftsführer*

Für alle Marktakteure dürfte somit klar sein, dass die Finanzmärkte in der EU mittlerweile deutlich sensitiver in Bezug auf die steigenden ökonomischen und politischen Unsicherheiten, schwächeren ökonomischen Fundamentaldaten, gravierenden Handelsstreitigkeiten und die sich immer noch weiter hinziehenden Brexit-Verhandlungen, sind. Vor diesem Hintergrund verwundert es auch nicht, dass ESMA für die nächsten Monate dringend zu einer sorgfältigen Evaluierung der „Business Exposures“ und der Implementierung von Absicherungsstrategien rät.

Mit Blick auf den ESMA-Report und die sich aktuell noch verstärkenden Turbulenzen an den Märkten ist die Wahl des Themenschwerpunktes Liquid Alternatives in diesem Newsletter ein wichtiges Anliegen des BAI, um Rolle und Funktion dieser Strategien und Konzepte näher zu erläutern. Begleitet wird der Newsletterschwerpunkt durch den korrespondierenden Themenschwerpunkt auf der BAI-Homepage und die anstehenden BAI-Insight 47.

## Themenschwerpunkte auf der BAI-Homepage

Im September haben wir bekanntlich damit begonnen, auch auf der BAI-Homepage – monatlich wechselnde – Schwerpunktthemen vorzustellen. Angefangen haben wir mit dem Schwerpunktthema Private Debt. Und unserer Bitte, uns Fachartikel, Studien, Briefings, Daten, Interviews, etc. zum Thema zuzusenden, sind sehr viele Mitgliedsunternehmen nachgekommen. Dafür zunächst vielen Dank! Wir können dadurch unsere Homepage nicht nur noch informativer ausgestalten, wir fördern auch den Austausch in der Branche und natürlich mit Investoren. Es gab in der eigens für die Themenschwerpunkte eingerichteten Rubrik auf unserer Homepage im September einige Tausend Besuche bzw. Abrufe, und wir sind mit dieser Resonanz hoch zufrieden.

Und auch die den Themenschwerpunkt flankierende BAI Insight 46 „Investitionen in Handelsforderungen - das neue Private Debt“, die am 12. September 2018 gemeinsam mit unserem Mitgliedsunternehmen TrustBills GmbH in Frankfurt stattgefunden hat, war ein großer Erfolg.

Passend zum Schwerpunktthema dieses Newsletters haben wir Liquid Alternatives auch als Themenschwerpunkt für die BAI-Homepage im Oktober gewählt, und auch hier konnten wir Anfang des Monats eine Vielzahl von relevanten und lesenswerten Informationen, etc. auf unserer Homepage einstellen. Begleitet wurde der Themenschwerpunkt auch wieder von einer Pressemitteilung, die auch die o.g. Warnungen der BaFin aufgreift und die Sie wie gewohnt auf unserer Homepage finden. Und auch in diesem Monat wird es eine flankierende BAI Insight geben, und zwar am 23. Oktober gemeinsam mit unserem Mitgliedsunternehmen Prime Capital zum Thema „Liquid Alternatives – eine Bestandsaufnahme mit Blick in die Zukunft“. Auch hier gibt es zahlreiche Anmeldungen und es sind nur noch einige Restplätze vorhanden. Also nutzen Sie auch diese besondere Gelegenheit zum fachlichen Austausch.

## Grenzüberschreitender Fondsvertrieb / Pre-Marketing

Ein zentrales Anliegen der EU-Kommission im Zuge des Projektes Kapitalmarktunion ist es, auch den grenzüberschreitenden Vertrieb von Investmentfonds zu verbessern, zumal bisher nur ein sehr geringer Anteil von zum grenzüberschreitenden Vertrieb zugelassenen Fonds überhaupt in mehr als drei Mitgliedstaaten erfolgt. Mit anderen Worten: der europäische Binnenmarkt für Fonds ist noch in sehr weiter Ferne, was doch sehr verwundert, gehen die Ursprünge des europäischen Fondsbinnenmarktes in Form der UCITS-Richtlinie doch bis in das Jahr 1985 zurück. Die EU-Kommission bemängelt weiter, dass die europäische Fondsbranche im globalen Wettbewerb nicht optimal aufgestellt ist und sie macht das vor allem an zu vielen Fonds, die dann auch häufig zu klein sind, fest und sieht dadurch nicht nur die Wettbewerbsfähigkeit gefährdet, sondern auch Nachteile für Anleger.

In diesem Kontext ist nun der Richtlinienvorschlag zum grenzüberschreitenden Fondsvertrieb zu sehen, über den wir schon mehrfach in unseren BAI-Infomails berichtet haben. Dieser enthält nicht nur aus unserer Sicht inkonsistente, wenn nicht gar überflüssige Vorschläge für eine De-Registrierung von Fonds, die eigentlich im Ermessen der KVG stehen sollte; der Vorschlag enthält auch Vorschläge für das sog. Pre-Marketing, also für die Interessenabfrage von Strategien und Anlagekonzepten, bevor ein Fonds aufgelegt und vermarktet wird. In diesem Stadium sind Angebotsunterlagen etc. gerade noch nicht final und unnötige Restriktionen sind nicht nur für den Asset Manager, sondern auch für dessen potentielle Investoren kontraproduktiv. Nunmehr hat der zuständige Berichterstatte im Europaparlament, Wolf Klinz, seinen Bericht vorgelegt, auf dessen Grundlage die Triloggespräche mit EU-Kommission und Ministerrat geführt werden sollen. Aus unserer Sicht sind auch die dortigen Regelungen zu Pre-Marketing noch zu sperrig, insbesondere da sie eine deutliche Beschränkung des sog. reverse solicitation enthalten, also der Möglichkeit von Investoren, Fonds auf eigene Initiative nachzufragen, auch wenn diese Fonds – noch – nicht zum Vertrieb gem. AIFM-Richtlinie bei der zuständigen Aufsichtsbehörde angezeigt sind.

Genau dieses Verfahren, das zugegebenermaßen innerhalb der EU unterschiedlich gehandhabt wird, soll nun durch die

Regelungen zu Pre-Marketing beschränkt werden, denn nach dem Vorschlag des Berichterstatters wären im Nachgang zu Pre-Marketing Aktivitäten ein Fondserwerb auf Initiative des Investors, also reverse solicitation, für die Dauer von 18 Monaten nicht möglich, sondern nur im Rahmen des normalen, also anzeigepflichtigen Vertriebs gem. AIFM-Richtlinie. Im Ergebnis würde das funktionierende Konzept des reverse solicitation also nahezu abgeschafft, da jeglicher Dialog eines Fondsmanagers mit potentiellen professionellen Kunden dazu führt, dass ein förmliches Anzeige- und Vertriebsverfahren in die Wege geleitet werden müsste. Anlegerschutzaspekte können hier schwerlich ins Feld geführt werden, ebenso wenig aufsichtsrechtliche Punkte, da alle Fonds, die von einer KVG verwaltet werden, auf dem Radar der zuständigen Aufsichtsbehörden sind. Möglicherweise sind es daher vor allem Marktzugangserwägungen, die hier der Treiber sind. Besonders nachteilig würden sich diese Vorschläge nämlich für Drittstaatenfonds, zu denen im Brexit-Szenario auch UK-Fonds zählen, auswirken, für die eine Vertriebszulassung in der EU – schon aus Zeitgründen – dann unabdingbar, aber sehr aufwendig wäre. Denn kein Fondsmanager wird 18 Monate von der Vorstellung der Investmentidee beim Kunden warten, bevor er dann – auf Nachfrage des Kunden – einen Fonds anbieten kann.

Augenblicklich hat man wieder einmal den Eindruck, dass vor allem die Brexit-Debatte pragmatische Lösungen erschwert. Leidtragende wären in diesem Zusammenhang institutionelle Investoren, deren Auswahl an Fondsprodukten eher geringer als besser wird. Gerade das institutionelle Geschäft mit erfahrenen und eben professionellen Investoren muss schlank und nicht allzu formalistisch ausgestaltet werden. Darauf arbeiten wir weiter hin.

## Schwerpunktthema Liquid Alternatives

Liquid Alternatives in all ihren Ausprägungen gehören nun schon seit vielen Jahren zum breit diversifizierten Tätigkeitspektrum des BAI und dies wird auch weiter so bleiben, auch wenn institutionelle Investoren zeitweiligen eher illiquiden Strategien den Vorzug geben bzw. gegeben haben. Gerade im aktuellen Kontext ist Liquid Alternatives also wieder einmal ein Thema, dem auch der BAI besondere Aufmerksamkeit widmet und welches wir natürlich auch weiterhin konstruktiv und engagiert begleiten, u.a. auch im grundlegenden Solvency-Review, bei dem wir auf eine Überarbeitung des Equity-Moduls dringen werden. Freuen Sie sich an dieser Stelle aber nun zunächst auf die nachfolgenden, sehr informativen Fachbeiträge zum Schwerpunktthema dieser Newsletterausgabe:

- Liquid Alternatives – Vielfalt alternativer Anlagekonzepte, von Michael Busack und Dr. Jan Tille, Absolut Research GmbH
- Managed Futures und der KISS Effekt, von Urs Schubiger, Dr. Egon Rüttsche und Fabian Dori, Aquila Group
- Total Return: worauf es wirklich ankommt, von Jörg Schomburg, AXA IM, und Emmanuel Juillard, AXA IM Chorus Limited
- Liquid Alternatives – Rendite und Diversifikation jenseits traditioneller Anlagen, von Dr. Alexander Zanker, DekaBank
- Alternative Risikoprämien: Vorteile und praktische Erwägungen, von Julien Malet und Dr. Florian Rehm, Unigestion S.A.

Ich wünsche eine informative und unterhaltsame Lektüre.

Frank Dornseifer

# 14. & 15. Mai 2019

## Kap Europa • Frankfurt



**Prof. Dr. Hans-Peter Burghof**  
Universität Hohenheim in Stuttgart  
zur „Effizienz und Stabilität von Finanzsystemen: Die systemische Perspektive“



**Prof. Dr. Aloys Prinz**  
Westfälische Wilhelms-Universität Münster  
zur Niedrigzinspolitik aus mikro-ökonomischer Sicht



**Prof. Dr. Rudi Zagst**  
Technische Universität München (TUM)  
zu Einsatz und Güte von finanz-mathematischen Modellen bei der Kapitalanlage



**Henry Maske**  
Olympiasieger und IBF-Weltmeister

### Dinnersponsor



### Goldspensoren



### Lunchsponsoren



### Get-together Sponsor



### mit freundlicher Unterstützung von



### Medienpartner



### Partnerverbände



Der Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI) ist die zentrale Interessenvertretung der Alternative Investments Branche in Deutschland. Wir vertreten mittlerweile 200 renommierte in- und ausländische Mitglieder, die sich aus allen Bereichen des professionellen Alternative Investments-Geschäfts (Infrastruktur, Private Debt, Hedgefonds, Private Equity, Rohstoffe, etc.) rekrutieren: Asset Manager, Fondsgesellschaften, Banken, Administratoren, Verwahrstellen sowie weitere Branchen-Dienstleister.

Wir setzen uns dafür ein, dass deutsche institutionelle bzw. professionelle Investoren ihre Kapitalanlage im Hinblick auf Alternative Investments, insbesondere mit Augenmerk auf die langfristige Sicherung der deutschen Altersvorsorge, einfacher und besser diversifizieren können.

Für unsere Geschäftsstelle am Verbandssitz Bonn suchen wir zum frühestmöglichen Zeitpunkt einen Mitarbeiter (m/w) in Vollzeit oder Teilzeit (mind. 20 Stunden).

## Schwerpunkte der Arbeit:

- Unterstützung der Geschäftsstelle bei der Analyse von und Mitwirkung bei Gesetzes- und Regulierungsvorhaben auf nationaler und europäischer Ebene,
- Analyse, Strukturierung und Aufbereitung von Rechtsthemen für Verbandsmitglieder, Branche, Investoren und Öffentlichkeit,
- Teilnahme an und Vorbereitung von Ausschusssitzungen sowie Treffen mit Aufsicht und Politik auf nationaler und europäischer Ebene
- redaktionelle Arbeiten, insbesondere Zuarbeit zu Fach- und Newsletterbeiträgen sowie zu Vorträgen,
- Unterstützung bei Publikationen und der Entwicklung von Positionspapieren für Aufsichts- und Steuerbehörden sowie Politik,
- Planung und Durchführung von Verbandsveranstaltungen zu Rechts- und Aufsichtsthemen,
- Übernahme von Sonderprojekten.

## Ihr Profil :

- Eine erfolgreich (mindestens mit befriedigend) absolvierte Zweite Juristische Staatprüfung (bei Doktoranden, die sich für eine Teilzeitstelle bewerben, eine entsprechend erfolgreich absolvierte Erste Juristische Prüfung),
- erste Erfahrungen bzw. ausgeprägtes Interesse in den Bereichen Finanz- und Kapitalmarktrecht und Regulierung,
- gutes analytisches und konzeptionelles Denkvermögen und sehr gute kommunikative Fähigkeiten,
- hohe Eigeninitiative, aber auch gute Teamfähigkeit,
- verhandlungssicheres Englisch, Kenntnisse von weiteren Fremdsprachen sind wünschenswert,
- sichere Kenntnisse und Fähigkeiten bei der Nutzung der gängigen MS Office-Anwendungen (Word, Excel, Power Point).

Der BAI bietet Ihnen ein interessantes Arbeitsgebiet in einem Interessenverband mit abwechslungsreichen Tätigkeiten auf nationaler und europäischer Ebene. Sie arbeiten in einem kleinen Team, bei dem Sie sich bei der Lösung vielfältiger Fragestellungen im Finanz- und Investmentbereich einbringen können. Wenn Sie diese Aufgabe reizt, sollten wir uns schnell kennen lernen. Ihre aussagefähigen Bewerbungsunterlagen richten Sie bitte unter Angabe Ihres frühestmöglichen Eintrittstermins und Ihrer Gehaltsvorstellung **ausschließlich per E-Mail** an:

Bundesverband Alternative Investments e.V.

Herrn Rechtsanwalt Frank Dornseifer

-Geschäftsführer-

Poppelsdorfer Allee 106

53115 Bonn

Tel.: 0228 / 96 98 7-50

[dornseifer@bvai.de](mailto:dornseifer@bvai.de)

Weitere Informationen über den BAI finden Sie unter: [www.bvai.de](http://www.bvai.de)

**AIMA** is a trade association representing the global alternative investment management industry. Headquartered in London, AIMA services approximately 1,900 corporate members in over 50 countries. AIMA is the leading industry advocate, maintaining close dialogue with national and supranational policy making institutions, governments and regulatory agencies, providing responses to important regulatory and tax consultations and developing sound practices and industry guidance for our members. It has also established the Alternative Credit Council (ACC), which is an association within AIMA devoted to representing the private credit industry, with a view to securing sustainable development of the sector. It is the sole global trade association representing the interests of the private credit and non-bank finance participants in asset management.

**BAI** is the central advocacy organization for the alternative investment industry in Germany - across products and asset classes – servicing approximately 200 members. As a catalyst between our members and German institutional investors one of our goals is to make it easier for them to more effectively diversify their portfolios through Alternative Investments, in particular in view of the importance of securing long-term retirement income. Our core task is therefore to advocate for legal reforms to this effect and to secure development of the law in the interests of our members and their investors.

We are currently strengthening our presence in Brussels and will be opening an office at the beginning of 2018 and are seeking an experienced policy and **regulatory professional advisor for our Government and Regulatory Affairs Departments to support AIMA and BAI**. The advisory role is likely to be split on a 60/40 basis between AIMA and BAI.

The role will focus primarily on EU legislative work affecting alternative investment managers, and the market environment they operate in including, but not limited to, AIFMD and UCITS developments, the European capital market union package, market structure and infrastructure regulations and private credit regulations such as loan funds or policy decisions related to non-bank lending. On the other hand investor regulation such as Solvency II is in the scope of our work due to the increasing impact on portfolio allocation including alternative investments.

The person carrying out the role will have to help convey AIMA's position on legislative work being conducted in Brussels as well as contribute to further develop and consolidate AIMA's presence and network in Brussels. The person will also be expected to work very closely with the BAI executive and membership, briefing them on regulatory developments as well assisting with the development of their positions, where possible, in a close cooperation or joint effort with AIMA.

The role includes responsibility for:

- Monitoring regulatory developments
- Preparing updates for AIMA and BAI members
- Running working groups of AIMA and BAI members to develop a position on proposals from regulators
- Drafting responses to regulatory consultations
- Developing AIMA's network in Brussels among EU institutions, other trade associations and market participants
- Responding promptly to members' queries and requests on EU regulations issues
- Designing and participating in AIMA and BAI events

Required skills and experience include:

- Adequate experience to operate with a high level of autonomy and initiative
- The need to demonstrate familiarity with, and knowledge of, many different regulatory regimes
- Ability to track EU legislative developments efficiently and to set out AIMA's positioning on relevant topics clearly and accurately publicly and in private meetings  
Proven experience gained in government or regulatory agencies, or other appropriate experience in the asset management industry or in a law firm (minimum 5 years)
- Knowledge of financial services regulation and/or the hedge fund industry. We are interested in hearing from candidates with expertise in one or more of the following: AIFMD, UCITS, MiFID, EMIR, SSR, market abuse, Basel III or Solvency II
- Excellent writing and editing skills in English
- Excellent command of the German language (writing and editing)
- Good organisational and project management skills
- Good research skills
- The ability to communicate effectively with both regulatory representatives and members
- The ability to absorb and organise substantial amounts of both general and detailed information and to disseminate and 'distil' it in a manner readily accessible to AIMA members and in good English
- Attention to detail, diligence, accuracy and thoroughness in the written and spoken word;
- The ability to adapt to and fit in with AIMA and BAI culture
- A 'can do' attitude - including a willingness to tackle a broad range of work and to work enthusiastically and happily within a small team in a small office
- The ability to work under pressure and to represent the associations professionally.

This is an excellent opportunity for you to take the next step in your career and join this growing international trade body with an excellent reputation globally. We are committed to helping you to achieve your professional goals.

The candidate must be eligible to work in Belgium.

***Role, title and salary dependent on experience***

How to apply:

Please send your CV together with salary expectations to Marie-Adelaide de Nicolay, Consultant GRA, Brussels at [madenicolay@aima.org](mailto:madenicolay@aima.org) or to Frank Dornseifer, Managing Director BAI, [dornseifer@bvai.de](mailto:dornseifer@bvai.de) NO AGENCIES

Seit Beginn des Jahres haben wir bereits 26 neue Mitglieder gewinnen können.

Wir freuen uns sehr, nun auch

- Creditshelf AG

im Kreise des BAI willkommen zu heißen. Eine Übersicht über alle 201 BAI Mitglieder finden Sie [hier](#).



## Creditshelf AG

creditshelf gestaltet seit Jahren Finanzierungen für den Mittelstand – einfach, schnell, innovativ. Denn die Kreditsentscheidungen erfolgen auf Basis einer von creditshelf selbst entwickelten technologiegestützten Analyse. Das creditshelf-Team besteht aus erfahrenen Experten, die über jahrelange Erfahrungen in der Finanzierung mittelständischer Unternehmen verfügen. Der Pionier der digitalen Mittelstandsfinanzierung in Deutschland wurde 2014 gegründet und ist seit 2018 im Prime Standard an der Frankfurter Wertpapierbörse gelistet.

Creditshelf vermittelt Kredite von 100.000 EUR bis 5 Mio. EUR, mit einer Laufzeit von maximal 60 Monaten, endfällig oder monatlich annuitätisch.

Typische Geschäftssituationen, in denen KMU-Kreditnehmer creditshelf nutzen, sind: Betriebsmittel, saisonaler Kapitalbedarf, starkes Wachstum, Erweiterung der Finanzierungspartner, Nutzung von Skonto, Ausrüstungsfinanzierung, M&A/ Nachfolge, Projektfinanzierung, Lageraufbau und Digitalisierung.

## Nachträglich



## Ares Management, L.P.

Ares Management, L.P. (NYSE: ARES) ist ein börsennotiertes Unternehmen und weltweit führend im Investment Management für alternative Assetklassen. Mit Hauptsitz in Los Angeles beschäftigt Ares ca. 1.000 Mitarbeiter in mehr als 18 Standorten in den Vereinigten Staaten, Europa, Asien und Australien. Seit seiner Gründung im Jahr 1997 verfolgt Ares eine konsequente Investitionsphilosophie, die sich auf die Erwirtschaftung starker risikoadjustierter Renditen über unterschiedliche Marktzyklen hinweg konzentriert. Unser Schwerpunkt liegt in den sich gegenseitig ergänzenden Geschäftsbereichen Kredit (Private Debt, Liquid Credit, Structured Credit und Special Situations), Private Equity (Corporate und Infrastruktur) und Immobilien (Equity und Finanzierungen) und unsere Anlageexperten setzen integrierte, „bottom-up“ Investmentprozesse um. Aktuell verwalten wir ca. 121,4 Mrd. USD Kapital (Stand: 30. Juni 2018), davon ca. 5% im Auftrag von Investoren in Deutschland, Schweiz und Österreich. Wir haben jahrelange Erfahrung damit kundenspezifische Lösungen wie z.B. VAG-konforme Mandate und Fonds anzubieten.

Ares engagiert sich aktiv für die Unterstützung lokaler Gemeinschaften und Wohltätigkeitsorganisationen durch regelmäßige Freiwilligenarbeit und unternehmensweites Sponsoring.

## Verstärkung der BAI-Geschäftsstelle



Seit **1. September 2018** ist Celina Knappert beim BAI als studentische Hilfskraft tätig und unterstützt die Geschäftsstelle vorrangig im Bereich Eventmanagement und Administration. Nachdem sie ihren Bachelor of Arts in English Studies, Nebenfach Italianistik, an der Rheinischen Friedrich-Wilhelms-Universität in Bonn erwarb, begann sie dort im Winter 2017 einen weiteren Bachelor in Volkswirtschaftslehre. Im Frühjahr 2018 absolvierte Frau Knappert ein dreimonatiges Praktikum bei der Deutschen Botschaft in Rom, wo sie im Kulturreferat im Bereich Projektmanagement, Öffentlichkeitsarbeit und Eventmanagement tätig war. Darüber hinaus verfügt sie über mehrjährige Erfahrung im Bereich Verwaltung.

Kontakt: [knappert@bvai.de](mailto:knappert@bvai.de)



Seit **1. Oktober 2018** ist zudem Petra Möhren beim BAI tätig und zuständig für Rechnungswesen und Personaladministration sowie allgemeine Administration. Weiterhin unterstützt sie den BAI bei der Planung und Durchführung der BAI-organisierten Konferenzen. Frau Möhren ist ausgebildete Werbeassistentin und Industriekauffrau und verfügt über langjährige Berufserfahrung in den Bereichen Marketing, Organisation und Office.

Kontakt: [moehren@bvai.de](mailto:moehren@bvai.de)

von Michael Busack und Dr. Jan Tille,  
Absolut Research GmbH

## Marktüberblick und Integration von Long/Short- und Smart-Beta-Strategien in einem Multi-Asset-Multi-Strategie-Ansatz

### Einleitung

Smart Beta und dessen Synonyme, wie beispielsweise Strategic Beta oder Scientific Beta, sowie UCITS-konforme Long/Short-Strategien waren in der Asset-Management-Branche in der jüngeren Vergangenheit zwei große Wachstumsfelder und haben viel Aufmerksamkeit und Interesse von Investoren auf sich gezogen. Beide Konzepte präsentieren sich als Alternative zu traditionellem Long-only-Management. Daher erweitern wir den bisher auf Long/Short-Ansätze gemünzten Terminus „Liquid Alternatives“ und fassen hierunter neben Long/Short-Strategien nun auch faktorbasierte Long-only-Ansätze zusammen.

Während Smart-Beta-Konzepte bei ähnlichem Beta-Exposure eher einen kostengünstigeren Ersatz für relativ orientiertes Alpha-Management darstellen, eröffnen Long/Short-Konzepte durch die Erzielung asymmetrischer Ertragsprofile im Zuge variabler und deutlich geringerer Marktabhängigkeit Diversifikationspotenziale und erschließen weitere Renditequellen.

### Smart-Beta und Long/Short-Strategien: Gemeinsamkeiten und Unterschiede

Wenn von Beta die Rede ist, dann ist damit in der Regel ein Exposure gegenüber den Rendite- bzw. Risikoquellen gemeint, die sich aus einem Investment in einen breiten marktkapitalisierungsgewichteten Index ergeben. Dieses lässt sich in der Regel einfach aufbauen und ist ohne größere Abweichungen umsetzbar. Abweichungen von der reinen Marktkapitalisierung beinhalten folglich stets auch Veränderungen des Exposures, hin zu anderen Risikoquellen bzw. Faktor-Betas. Für einige Marktteilnehmer sind diese vom Markt abweichende Risikoquellen der Rohstoff, aus dem sich neue Strategien zusammenstellen lassen – seien es Long-only-Smart-Beta-Strategien oder Hedgefonds-ähnliche

Ansätze (Tunnell, 2015)<sup>1</sup>. Long-only-Smart-Beta und Long/Short-Ansätze sind, nach dieser Sichtweise, tendenziell ähnlichen Risikofaktoren ausgesetzt (Value, Size, Quality, Risk, Momentum etc.). Hinzukommt, dass Smart-Beta-Ansätze, zumindest in ihrer ursprünglichen Form, keinen vorgegebenen Tracking Error aufweisen, was sie, ebenso wie Long/Short-Strategien, von herkömmlichen Long-only-Ansätzen unterscheidet. Eine weitere Verbindung zwischen den Beiden besteht durch die sogenannten Alternative-Risk-Premia-Strategien<sup>2</sup>.

Gemein ist beiden Strategien auch – das gilt zumindest für einen Teil der Smart-Beta-Strategien – dass sie die Risikoquellen eines traditionellen Investments erweitern und diversifizieren wollen. Dies ist bei Long/Short-Ansätzen mit ihrem inhärent niedrigeren und variablen Markt-Exposure und ihren tendenziell asymmetrischen Risikoprofilen leicht nachvollziehbar. Füllgraf, Badel und Jungbauer (2016) zufolge weisen jedoch auch Faktorprämien gegenüber ihren Benchmark-Indizes asymmetrische Auszahlungsprofile auf. Diese Asymmetrie ergebe sich aus unterschiedlichen ökonomisch fundierten Renditequellen. Als Beispiel führen sie Low-Volatility-Investments an, die ein Short-Put-Element gegenüber der Benchmark beinhalten. Eine andere Quelle, aus der bei Smart-Beta-Strategien Diversifikationseffekte und Asymmetrie gegenüber der Benchmark erwachsen können, ist der Umstand, dass die (Überschuss-)Renditen der einzelnen Faktoren in Abhängigkeit des Marktumfelds auch untereinander unterschiedliche Muster aufweisen (siehe beispielsweise Oertmann, 2018).

Die Entwicklung verschiedener Risikofaktormodelle hat dazu beigetragen, dass sich die Renditen unterschiedlicher Strategien zerlegen lassen und den einzelnen Faktoren zugeordnet werden können. So werden Unterschiede zwischen Smart-Beta- und Long/Short-Ansätzen in der Exposition gegenüber den Faktoren deutlich. Für Smart-Beta-Ansätze gilt, dass sie in der Regel ein gezieltes Exposure in einem separaten Faktor darstellen wollen.

<sup>1</sup> Dieser Gedanke lässt sich auch auf aktive Long-only-Strategien ausdehnen. So hat bspw. Carhart (1997) gezeigt, dass sich ein Großteil der beobachteten Performance-Persistenz aktiver Fonds durch deren Exposure gegenüber Risikofaktoren wie Size, Value und Momentum erklären lässt.

<sup>2</sup> Diese werden manchmal auch als Alternative Beta oder Hedgefonds-Replikatoren bezeichnet und investieren regelgebunden in Long/Short-Faktorportfolios.

Dennoch sind allgemeine Marktbewegungen aufgrund ihres Long-only-Charakters für den größten Teil der Performance verantwortlich. Demgegenüber ist das Markt-Exposure aktiver Long/Short-Strategien deutlich niedriger ausgeprägt und das Faktor-Exposure eher als Ergebnis des Anlageprozesses zu betrachten, das sich in der Regel auch in einem Exposure gegenüber mehreren Faktoren niederschlägt. Aktive Long/Short-Manager suchen für die Long-Seite beispielsweise unterbewertete Unternehmen oder Unternehmen mit stabilen Cash Flows und gutem Management. Auf der Short-Seite stehen wiederum überbewertete Unternehmen oder jene mit einem anpassungsbedürftigen Geschäftsmodell. Auf diesem Weg werden implizite Exposures in den jeweiligen Faktoren aufgebaut. Daher folgern beispielsweise Dichtl, Drobetz und Schadt (2017), dass sowohl aktive als auch passive Investoren eine Art des Factor Investing betreiben. Entsprechend stelle sich die Frage des Zugangswegs, ob man das Exposure explizit aufbauen oder es implizit hinnehmen will. Mittlerweile gibt es auch einige Fonds, die durch Long/Short- oder marktneutrale Ansätze versuchen, ein explizites und möglichst reines Engagement in einem Faktor zu ermöglichen.

Weitere Punkte, in denen sich Smart Beta und Long/Short-Strategien unterscheiden, sind beispielsweise die Liquidität, die Komplexität und die Kapazität (siehe Abbildung 1). Je spezieller eine Strategie, desto geringer ist beispielsweise deren potenzielle Kapazität und desto höher die Komplexität.

**Abbildung 1: Investierbarkeit, Komplexität und Risikofaktor-Exposure**



Quelle: Absolut Research GmbH

Obwohl die ursprüngliche Definition der gängigen Faktoren durch die Konstruktion marktneutraler Portfolios erfolgte, dominieren im Factor Investing aktuell Long-only-Ansätze. Einen Grund hierfür erörtern Huij, Lansdorp, Blitz und van Vliet (2014). Den Autoren zufolge führten Marktfraktionen (Kosten, Liquidität, Verfügbarkeit von Short-Kandidaten) dazu, dass Long/Short-Faktor-Portfolios unter realistischen Bedingungen risikoadjustiert schlechter abschnitten als Long-only-Ansätze. In diesem Ergebnis kann jedoch auch eine Chance für aktive Long/Short-Ansätze gesehen werden. Aufgrund der Tatsache, dass sich auch ein Großteil der (aggregierten) Renditen von Long/Short-Strategien durch die Renditen von Faktorportfolios erklären lässt, wird Factor-Investing zunehmend als kostengünstigerer Ersatz für aktive Long/Short-Strategien diskutiert. Im Gegensatz zu Long/Short- oder marktneutralen Faktorstrategien speisen sich die Renditen aktiver Long/Short-Manager eben nicht nur aus systematischen Renditedifferenzen mechanisch konstruierter Portfolios, sondern ergeben sich auch durch Fähigkeiten in der operationellen Implementierung, dem Risikomanagement oder der Berücksichtigung qualitativer Aspekte auf der Suche nach Short-Kandidaten. Aufgrund der steigenden Komplexität seien für die erfolgreiche Umsetzung regelbasierter (Long/Short-)Faktorstrategien laut Karamanlis und Savage (2017) Fähigkeiten erforderlich, die denen eines aktiven Alpha-Managers entsprechen, was sie beispielsweise an der Performance einfacher Long/Short-Value-Strategien, bei denen sich lediglich die verwendete Bewertungskennzahl unterscheidet, zeigen.

## Marktüberblick

### Smart-Beta-Strategien

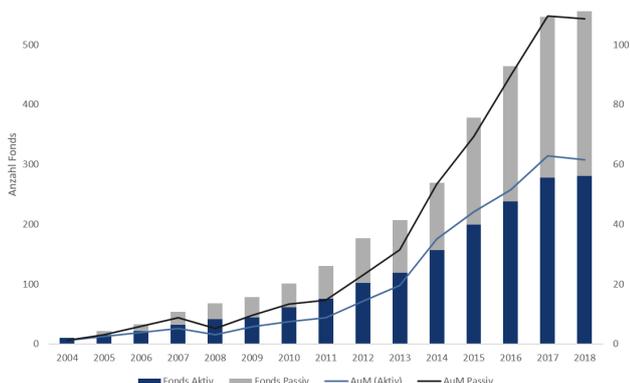
Während der Markt unter Smart-Beta-Strategien gewöhnlich ETF-Strukturen und Indexfonds versteht, fassen wir den Begriff der Smart-Beta-Strategien etwas weiter und beziehen auch quantitativ-systematische Long-only-Strategien sowie diskretionäre Ansätze mit ein. Als Anhaltspunkte zur Abgrenzungen von traditionellen, aktiven Managern dient hierbei der Bezug auf wissenschaftlich fundierte Research-Erkenntnisse sowie die gezielte Positionierung eines Anbieters im Bereich des Factor Investing. Die Fonds werden auf Basis der angewendeten Gewichtungsmethode in eines der fünf Universen (Equal Weighted, Fundamentals Weighted,

Risk Weighted, Dividend Weighted und Multi Factor Weighted) eingeteilt. Um einen Vergleich der Marktentwicklung mit den analysierten Long/Short-Strategien zu ermöglichen, wurden für diesen Beitrag nur jene Produkte berücksichtigt, die in Europa aufgelegt wurden.

Wie aus Abbildung 2 hervorgeht, ist das Volumen der so definierten Smart-Beta-Fonds seit 2014 sehr schnell gewachsen. Ende August 2018 wurden ca. 101 Mrd. Euro verwaltet, rund 46 Mrd. Euro davon entfielen auf passive Fonds, die übrigen 55 Mrd. Euro wurden durch aktive Faktorfonds gemanagt. Auch wenn aktive Strategien derzeit noch deutlich mehr Assets verwalten, wuchsen die Volumina der Smart Beta ETFs seit Ende 2014 etwa doppelt so schnell wie die Volumina der aktiven Strategien (27,5 % vs. 14,5 % pro Jahr).

Derzeit analysieren wir 550 in Europa aufgelegte Smart-Beta-Strategien, die sich zu jeweils gleichen Teilen in aktive und passive Fonds gliedern. Aktive Faktorstrategien sind tendenziell etwas älter als Smart Beta ETFs, auch hier setzte das starke Wachstum erst nach 2014 ein. Dennoch befinden sich unter den aktiven Faktorstrategien Fonds, die bereits vor der Finanzkrise am Markt waren. Seit der gezielten Erfassung von Smart-Beta-Strategien gab es bereits mehrere Fondsschließungen. Insgesamt wurden gut 40 aktive und etwa 20 passive Fonds wieder geschlossen. Das kann ein Indiz dafür sein, dass nicht jede Strategie zu jeder Zeit funktioniert und auch Faktorstrategien einem gewissen Risiko des Scheiterns ausgesetzt sind.

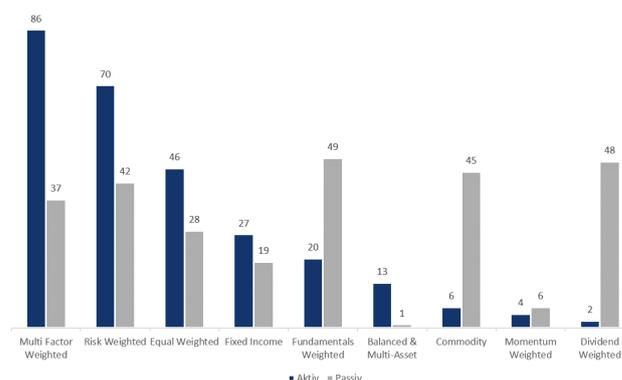
**Abbildung 2: Anzahl und Volumen europäischer Smart-Beta-Fonds**



Quellen: Fondsanbieter, Absolut Research GmbH

Bezüglich der Strategien zeigt sich, dass die aktiven Fonds hauptsächlich Multi-Faktor-Ansätze und Low-Risk-Strategien in Aktien verfolgen (siehe Abbildung 3). Low-Risk-Strategien sind auch bei den ETFs zahlreich vertreten. Daneben gibt es in etwa ähnlicher Anzahl fundamentalgewichtete Strategien (Value, Quality, RAFI etc.) sowie ETFs mit Dividendengewichtung. Ferner gibt es im ETF-Bereich verhältnismäßig viele Rohstofffonds mit Smart-Beta-Ansatz, wobei es sich überwiegend um rolloptimierte Fonds handelt, die nicht nur den nächstfälligen Futures-Kontrakt halten.

**Abbildung 3: Strategieverteilung europäischer Smart-Beta-Fonds**



Quellen: Fondsanbieter, Absolut Research GmbH

Die größten Anbieter im Bereich der Smart-Beta-Strategien sind Robeco, ca. 13 Mrd. in aktiven Smart-Beta/Faktor-Strategien, und iShares mit ca. 17 Mrd. in passiven Smart-Beta-Vehikeln.

## Long/Short-Strategien

Ähnlich wie das Segment der Smart-Beta-Strategien ist auch das Segment der liquiden alternativen Long/Short-Strategien nach der Finanzkrise stark gewachsen. Im Anschluss an die Finanzkrise entwickelte sich das Segment zunächst deutlich dynamischer als jenes der Long-only Fonds. Aktuell werden in den ca. 1.200 analysierten Long/Short-Fonds 416 Mrd. Euro verwaltet. Zuletzt nahm die Wachstumsdynamik hier jedoch ab.

**Abbildung 4: Anzahl und Vermögen liquider Long/Short-Strategien**



Quellen: Fondsanbieter, Absolut Research GmbH

Die meisten Fonds (430) verfolgen aktiennahe Long/Short-Strategien, was sich einerseits durch die Restriktionen des Regulierungsrahmens erklären lässt und andererseits dadurch, dass Aktienstrategien auch bei Offshore-Hedgefonds die dominierende Strategiegruppe darstellen. Dahinter folgen Multi-Asset-Strategien (Global Macro, Managed Futures oder Multi-Strategie-Fonds – ca. 330 Fonds) sowie Long/Short-Anleihenfonds (225). Betrachtet man die Volumina der Fonds in diesen Segmenten, bilden Multi-Asset-Strategien mit 161 Mrd. Euro das größte Segment. Aktienstrategien waren mit 125 Mrd. Euro das zweitgrößte Segment.

Alternative-Risk-Premia-Strategien, das Pendant zu Smart-Beta in der Long/Short-Welt, wurden überwiegend als Multi-Asset-Strategien ausgestaltet. In diesem Bereich wurden aktuell gut 70 Fonds mit Multi-Premia-Ansatz identifiziert. In diesen Fonds werden 23 Mrd. Euro verwaltet. Bei den ältesten Ansätzen handelt es sich um sogenannte „Hedgefonds-Replikatoren“, deren Historien bis in die Vor-Finanzkrisenzeit zurückreichen. Eine detaillierte Analyse zu diesem Segment findet sich in der Ausgabe 4-2018 des Absolut|alternative und kann von Mitgliedern des BAI unter dem Themenschwerpunkt „Liquid Alternatives“ heruntergeladen werden.

Gemessen am Volumen ist Aberdeen Standard Investments mit 28 Mrd. Euro der größte Anbieter in diesem Bereich. Allerdings verzeichnete dessen Global Absolute Return Strategy in den vergangenen Jahren erhebliche Mittel-

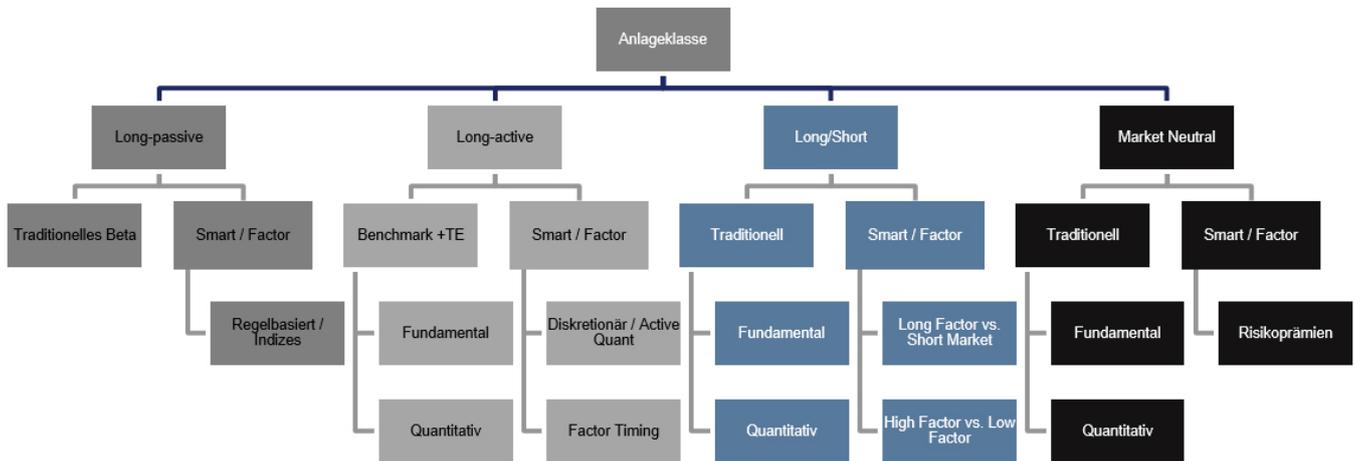
abflüsse, was sich unter anderem durch konkurrierende Strategien anderer Anbieter erklären lässt, denen es gelang, Mitarbeiter des Investmentteams von Aberdeen Standard Investments abzuwerben. Manager, die auch im Long/Short-Segment stark auf Risikoprämienstrategien setzen, sind bisher nicht unter den zehn größten Anbietern vertreten. AQR Capital Management, die insgesamt 5,4 Mrd. Euro im L/S-UCITS-Bereich verwalten, managen knapp 3,8 Mrd. Euro in Multi-Risk-Premia-Strategien.

## Long/Short und Smart Beta im Multi-Asset-Multi-Strategy-Rahmen

Der Einsatz liquider alternativer Strategien ist in der Regel von den spezifischen Zielen, der bestehenden Portfoliostruktur oder auch regulatorischen Vorgaben abhängig und daher investorenspezifisch. Im Rahmen eines Multi-Asset-Multi-Strategie-Rahmens<sup>3</sup> lassen sich jedoch auch beide Ansätze im Portfoliokontext vereinen (siehe Abbildung 5). In Abhängigkeit von der Investmentphilosophie kann sich ein Anleger für die klassischen Varianten im Long- und Long/Short-Bereich entscheiden oder aber klassische Asset-Management-Ansätze durch Faktor-Strategien ersetzen. Aufgrund der vielfach dokumentierten empirischen Befunde bezüglich aktiver Manager und der Exposition gegenüber Faktorrenditen kann sich auch eine Art Core-Satellite-Ansatz anbieten. Hierbei wird der Strategie-Core durch ressourcenschonend „günstige“ Faktorsätze aufgebaut und im Rahmen komplexer Due-Diligence-Prozesse durch Manager mit hohem Alpha-Potenzial ergänzt. Allerdings ist zu beachten, dass auch die Auswahl geeigneter Smart Beta Manager aufgrund der hohen Divergenzen keineswegs einfach sein muss.

<sup>3</sup> Weitere Details zu Multi-Asset-Multi-Strategy Investments können unter anderem in Busack und Tille (2011) nachgelesen werden.

Abbildung 5: Liquide alternative Strategien im Multi-Strategie-Ansatz



Quelle: Absolut Research GmbH

## Fazit

Smart-Beta- beziehungsweise Faktor-Strategien und Long/Short-Strategien können jeweils als Alternative zum herkömmlichen kapitalisierungsgewichteten Long-only-Management aufgefasst werden, die einen Beitrag zur Diversifikation des Beta-Exposures innerhalb einer Anlageklasse beitragen sollen. Beide Marktsegmente sind in den vergangenen Jahren stetig gewachsen und dürften dies angesichts des Interesses auf der Investoreseite auch weiterhin tun. Im Rahmen einer Multi-Strategie-Asset-Allocation können sich Smart-Beta- und Long/Short-Strategien ergänzen, sodass auf der Beta-1-Seite ein potenzieller Mehrertrag generiert wird, während die Integration von Long/Short-Strategien ein Portfolio auch in Krisenzeiten robuster werden lässt. Da die Ergebnisse sowohl zwischen Long/Short-Managern als auch bei Smart-Beta-Ansätzen stark divergieren können, wird die Asset Allocation zunehmend komplexer und erfordert ein sorgfältiges Vorgehen.

## Quellen:

- Busack, M., J. Tille, „Multi Strategy Asset Allocation – Neue Ideen für das institutionelle Asset-Management“, Absolut|report 01 (2011), S. 30-41
- Carhart, M. „On Persistence in Mutual Fund Performance.“ Journal of Finance, Vol. 52 (1997), S. 57-82.
- Dichtl, H., W. Drobetz und U. Schad. „Factor Investing: Implementierung in der institutionellen Kapitalanlage.“ Absolut|report, 6 (2017), S. 58-65.
- Füllgraf, U., B. Badel und U. Jungbauer. „Faktor-Investing als Baustein für das institutionelle Portfolio.“ Absolut|report, 4 (2016), S. 42-47.
- Huij, J. S. Lansdorp, D. Blitz und P. van Vliet. „Factor Investing: Long-Only versus Long-Short.“ Working Paper (2014), <https://ssrn.com/abstract=2417221>.
- Karamanlis, K. und S. Savage. „Alternative Beta ist nicht gleich Beta – Über Beta und liquid Alternative Risk Premia.“ Absolut|alternative, 6 (2017), S. 14-20.
- Oertmann, P. „Faktorbasierte Aktienstrategien im Konjunkturzyklus.“ Absolut|report, 4 (2018), S. 28 – 36.
- Tunnell, D. „Smart beta, alternative beta, and factor investing: New paradigm or clever repackaging of old ideas?“ Institutional Investor, 3 (2015), S. 30-31.

## Kontakt



*Michael Busack  
Geschäftsführer*



*Dr. Jan Tille  
Stellv. Leiter Research*

*Absolut Research GmbH  
Große Elbstraße 277a  
22767 Hamburg  
Tel.: +49 40 303779-0*

## Impressum

Jahrgang 18 – Ausgabe V

### **Verantwortliche Redakteure:**

Michael Bommer  
Roland Brooks  
Frank Dornseifer  
Christina Gaul

### **Erscheinungsweise:**

alle 2 Monate

BAI e.V. · Poppelsdorfer Allee 106 · D-53115 Bonn  
Tel. +49 - (0) 228 - 969870 · Fax +49 - (0) 228 - 9698790  
[www.bvai.de](http://www.bvai.de)  
[info@bvai.de](mailto:info@bvai.de)

## Haftungsausschluss

Die Informationen des BAI-Newsletters stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, Terminkontrakten oder sonstigen Finanzinstrumenten dar.

Eine Investitionsentscheidung sollte auf Grundlage eines Beratungsgespräches mit einem qualifizierten Anlageberater erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Dokumente/Informationen. Alle Angaben und Quellen werden sorgfältig recherchiert. Für Vollständigkeit und Richtigkeit der dargestellten Informationen kann keine Gewähr übernommen werden.

## Satz & Layout

SimpleThings GmbH  
Münsterstraße 1 · 53111 Bonn  
[www.simplethings.de](http://www.simplethings.de)

**von Urs Schubiger, Dr. Egon Rüttsche und Fabian Dori, Aquila Group**

In Folge eines der längsten Bull-Marktes der Geschichte deuten die momentanen Preisniveaus und die gleichgerichtete Bewegung traditioneller Assetklassen auf künftig niedrigere erwartete Renditen und Diversifikationsvorteile hin. Hieraus ergibt sich die Frage, ob es Investment Strategien gibt, die nach wie vor ein attraktives Risiko/Rendite-Profil und konsistente Diversifikationsvorteile bieten.

Die Hypothese und das Ziel dieses Beitrags sind zu demonstrieren, dass die eindeutige Antwort ja ist! Risikoprämien wie auch die Korrelation zwischen Anlageklassen sind zeitabhängig und Strategien, die sich dynamisch an die veränderte Attraktivität und gleichgerichtete Bewegungen anpassen, sind in der Lage positive Renditen in verschiedenen Marktumfeldern zu generieren. Dieser Beitrag erörtert die Unterschiede in den Risiko/Rendite-Profilen von traditionell gewichteten Mandaten und einer long-short risikogewichteten CTA Strategie. Er zeigt auf, dass letztere nicht nur gut geeignet ist, um gegenüber adversen Anleihe- oder Aktienmarktbedingungen zu bestehen, sondern sogar auch in turbulenten Marktphasen attraktive Erträge generieren kann. Wir nennen dies den King in Stress Szenarios (KISS) Effekt von long-short Managed Futures Strategien.

## Datenbasis und Methodik

Anhand eines breiten Spektrums verschiedener Anlagenklassen und einer langen Datenhistorie<sup>1</sup> analysieren wir das Risiko/Rendite-Profil einer CTA Strategie im Vergleich zu zwei klassischen, statisch gewichteten Portfolios. Wir simulieren eine long-short Managed Futures Strategie (MF), die Momentum und Carry mit einem Risk Budgeting Mechanismus kombiniert und Long- wie auch Short-Positionen zulässt. Gehebelte Positionen sind erlaubt, um das Exposure dynamisch an ein bestimmtes Risikoziel anzupassen. Die Neugewichtung findet täglich statt, unter Berücksichtigung der Transaktionskosten.

<sup>1</sup> Die Datenbasis umfasst die Zeit vom Dezember 1969 bis zum Juni 2017. Das Universum besteht aus einer generischen 10-jahres Staatsanleihe, dem S&P 500 Index und dem S&P GSCI Index. Die Managed Futures Strategie investiert zudem in Gold und FX. Datenbasis und -verlässlichkeit veranlassen uns zum Fokus auf die USA.

Die Benchmark besteht aus einem klassischen kapitalgewichteten Portfolio, das zu jeder Zeit 60 % in Anleihen und 40 % in Aktien investiert ist. Im Folgenden nennen wir dieses Portfolio die Traditionelle Benchmark (TB). Während es nach wie vor die Referenz für viele institutionelle Investoren darstellt, verzichtet es durch seinen Fokus auf nur zwei Anlageklassen auf bedeutende Diversifikationsvorteile. Daher simulieren wir ein weiteres Portfolio, das zu 50 % in Anleihen, zu 40 % in Aktien und zu 10 % in Rohstoffe investiert ist und nennen es die Diversifizierte Benchmark (DB). Beide Benchmarks werden monatlich neu gewichtet.

Um verschiedene Szenarien zu berücksichtigen, vergleichen wir zuerst die durchschnittlichen Renditen der einzelnen Strategien über ein festes 12-Monats Fenster bei unterschiedlichen Zinsniveaus. Die Entwicklung der Zinsniveaus wird in Quintile unterteilt, um robuste Ergebnisse zu erzielen. Dasselbe Konzept wird anschließend auf Änderungen in Aktienmärkten angewandt.

**Tabelle 1: Zins Szenarien**

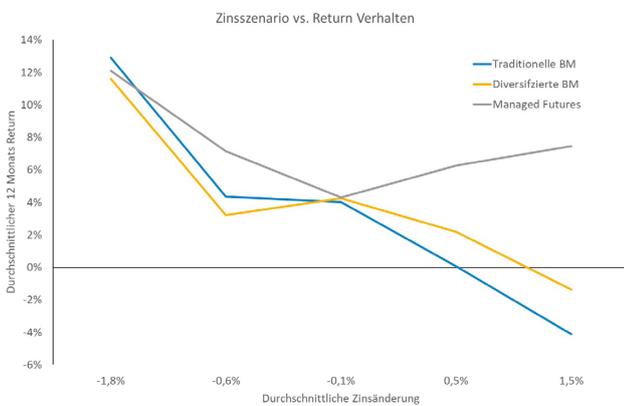
Marktumfeld und Anlageklassen	Zinsänderung	Fallende Zinsen			Steigende Zinsen	
		Quantil 1	Quantil 2	Quantil 3	Quantil 4	Quantil 5
	Return auf Bonds	-1,8%	-0,6%	-0,1%	0,5%	1,5%
	Return auf Aktien	14,3%	5,0%	0,7%	-3,7%	-10,8%
	Return auf Rohstoffen	10,9%	3,3%	9,1%	5,9%	6,9%
	Return auf Gold	1,7%	-6,0%	2,8%	18,7%	18,0%
	Return auf FX	4,5%	2,3%	3,9%	3,7%	11,0%
	Traditionelle BM	-2,3%	2,4%	0,3%	-2,3%	-0,2%
Total Return	Traditionelle BM	12,9%	4,4%	4,0%	0,1%	-4,1%
Attribution	Diversifizierte BM	11,6%	3,2%	4,2%	2,2%	-1,4%
	Managed Futures	12,1%	7,1%	4,3%	6,3%	7,5%
	TB Bonds	8,3%	3,0%	0,4%	-2,2%	-6,6%
	DB Bonds	6,9%	2,5%	0,4%	-1,8%	-5,6%
	MF Bonds	5,3%	2,0%	-0,5%	-0,3%	0,7%
	TB Aktien	0,4%	0,2%	0,3%	0,2%	0,0%
	DB Aktien	0,4%	0,2%	0,3%	0,2%	0,0%
	MF Aktien	2,6%	1,0%	0,6%	0,5%	1,0%
	TB Rohstoffe	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	DB Rohstoffe	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,2%
	MF Rohstoffe	0,6%	1,1%	0,9%	2,5%	1,6%
	MF Gold	0,3%	0,3%	0,4%	0,6%	1,0%
	MF FX	3,1%	2,6%	2,9%	3,0%	3,1%
Netto Exposure	Gesamtexposure	1,50	1,23	1,06	0,40	-0,02
Zahlen	Bond Exposure	0,84	0,70	0,46	0,03	-0,23
	Aktien Exposure	0,21	0,16	0,23	0,19	0,21
	Rohstoff Exposure	0,08	0,05	0,07	0,09	0,09
	Gold Exposure	0,04	0,02	0,04	0,04	0,03
	FX Exposure	-0,00	0,06	0,03	0,02	-0,06

Datenquelle: Bloomberg. Berechnungen/Chart: Alceda Fund Management S.A.<sup>1</sup>

Wie gut konnten die verschiedenen Allokationsstrategien die unterschiedlichen Charakteristiken der Anlageklassen ausnutzen, um stabile Erträge zu generieren? Der mittlere Abschnitt von Tabelle 1 und Abbildung 1 stellt die durchschnittlichen 12-Monats Erträge der Strategien dar und gibt eine Antwort. Die beiden Benchmark Strategien verlieren offenbar bei

steigenden Zinsen, wobei die Traditionelle Benchmark aufgrund ihres hohen Anleihe-Exposures die stärkste negative Korrelation aufweist. Die Diversifizierte Benchmark mildert diese Beziehung etwas ab, da sie in Zeiten von steigenden Zinsen von ihren Investitionen in Rohstoffen profitiert. Auffallend ist die Long-Zins Volatilität der CTA Strategie, die unabhängig vom Zinsszenario positiv performt; am stärksten jedoch bei größeren Zinsbewegungen.

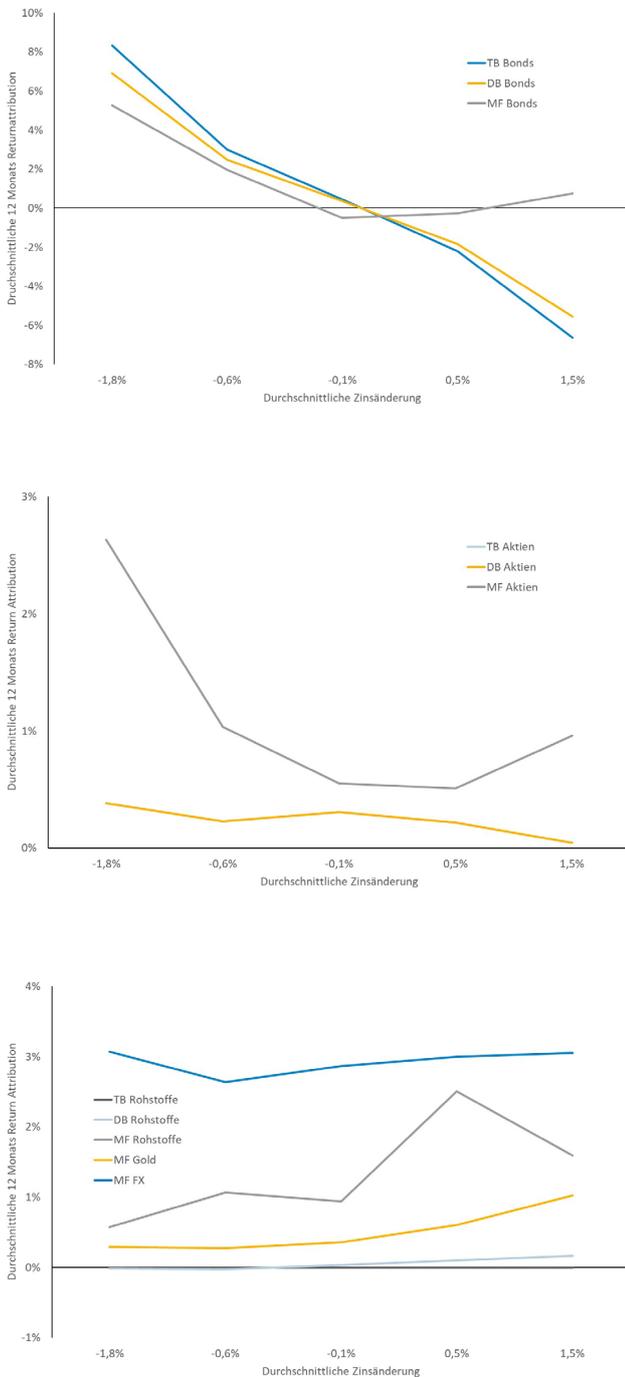
**Abbildung 1: Zins Szenarien vs. Ertragsverhalten**



Datenquelle: Bloomberg. Berechnungen/Chart: Alceda Fund Management S.A.<sup>1</sup>

Was liegt diesen unterschiedlichen Risiko/Rendite Charakteristiken zu Grunde? Der mittlere Abschnitt von Tabelle 1 und Abbildung 2 vergleicht für jede Strategie die Ertragszuordnung der individuellen Anlageklassen unter Berücksichtigung der verschiedenen Zinsniveaus. Bei Anleihen deuten die Ergebnisse darauf hin, dass die Traditionelle Benchmark die höchste Sensitivität in Bezug auf die Zinsniveaus im Top und Bottom Quintil aufweist. Die Diversifizierte Benchmark schafft es, ihre Anleiheabhängigkeit durch einen breiten Anlagemix leicht zu reduzieren aber verliert dennoch deutlich, wenn die Zinsen steigen. Die CTA Strategie hingegen erhält von Anleihen einen konvexen Renditebeitrag und ähnlich den beiden Benchmarks gewinnt sie über Anleihen bei fallenden Zinsen. Anleihen tragen auch bei stark steigenden Zinsen positiv bei. Die long-short Managed Futures Strategie genießt zudem die größten Diversifikationsvorteile aus anderen Anlageklassen. Bei der Ertragszuordnung für Aktien ist es bemerkenswert, dass die Managed Futures Strategie bei einem hoch volatilen Zinsumfeld erheblich von Aktien profitiert, während die beiden Benchmarks in solch einer Phase nur vernachlässigbar kleine Gewinne über Aktien erzielen. Das Gleiche gilt ebenfalls für die Ertragszuordnung der Investitionen in Rohstoffe. Die Managed Futures Strategie profitiert am meisten von Rohstoffmärkten, die einen Hedge gegen Inflation und Zinsschocks darstellen. Hinzu kommt, dass das dynamisch adjustierte Gold und FX Exposure die Strategie bei sprunghaften Zinsen zusätzlich stabilisiert. Dementsprechend bietet sie eine deutlich stärkere Diversifikation durch die Ausnutzung der inversen Korrelation von Anleihen mit den anderen Anlageklassen als bei den beiden Benchmarks.

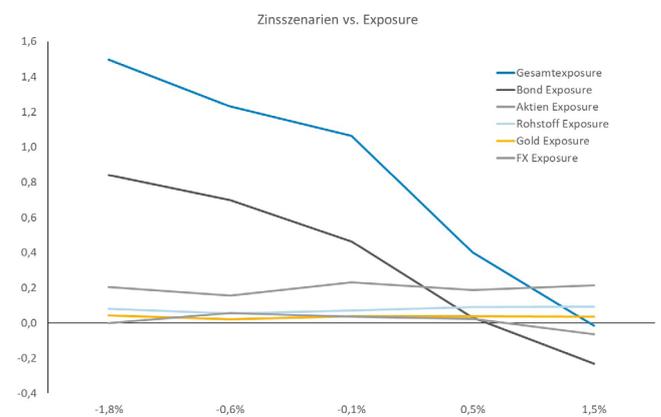
**Abbildung 2: Zins Szenarien vs. Ertragszuordnung**



Datenquelle: Bloomberg. Berechnungen/Chart: Alceda Fund Management S.A.<sup>1</sup>

Um diese Annahme zu bestätigen zeigen der untere Abschnitt von Tabelle 1 und Abbildung 3 das durchschnittliche netto Exposure der CTA Strategie unter verschiedenen Zinsniveaus. Das netto Gesamtexposure ist am höchsten bei fallenden Zinsen, sinkt, wenn die Zinsen steigen und liegt nahe Null im Szenario der 20 % stärksten Zinssteigerungen.

**Abbildung 3: Zins Szenarien vs. Exposure**



Datenquelle: Bloomberg. Berechnungen/Chart: Alceda Fund Management S.A.<sup>1</sup>

Dieser Effekt begründet sich hauptsächlich in einer beträchtlichen Reduzierung im Anleihe- und FX Exposure, die jeweils negativ werden, wenn die Zinsen nach oben ausschlagen. Obwohl Aktien bei Zinssenkungen am besten performen, wird ihr netto Exposure über die verschiedenen Szenarien relativ konstant gehalten. Dies ist teilweise auf die erhöhte Marktvolatilität zurückzuführen, die oftmals stark fallende Zinsen während einer Flucht in weniger riskante Anlagen begleitet. Eine andere Erklärung ist die negative Korrelation zwischen Anleihen und Aktien und ihre Auswirkung auf den Risikobeitrag zur gesamten Portfoliovolatilität.

Die empirischen Daten bestätigen eine negative Korrelation zwischen der Veränderung des Zinsniveaus und den Erträgen der Benchmark Strategien. Während auch die CTA Strategie fallende Zinsen bevorzugt, erreicht sie selbst bei höheren Zinsniveaus eine positive Performance. Dies wird durch Short-Positionen in Anleihen und Kompensations-

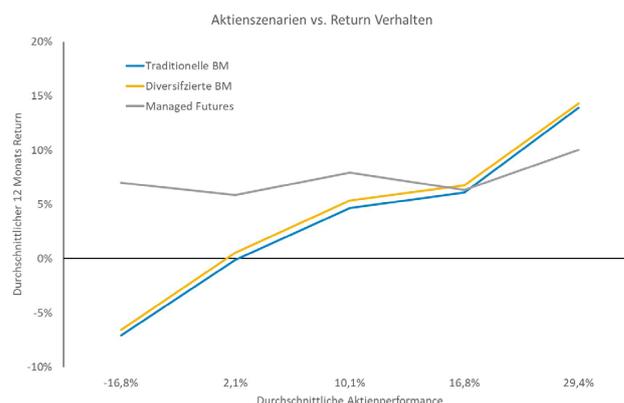
gewinnen in den anderen Anlageklassen erreicht. Die traditionelle Benchmark weist durch ihr hohes Anleihen Exposure und die fehlende Diversifikation aus anderen Anlageklassen die höchste Sensitivität gegenüber dem Zinsniveau auf. Daher erreichen die Erträge der TB bei fallenden Zinsen die der Managed Futures Strategie; bei steigenden Zinsen jedoch verliert sie am meisten. Die Diversifizierte Benchmark nutzt die Diversifikationseffekte ihres Rohstoff Exposures, wenn die Zinsen ansteigen und performt daher in einem solchen Marktumfeld ähnlich zu der Managed Futures Strategie. Jedoch kann sie die Verluste bei Anleihen aufgrund ihrer Begrenzung auf Long-Positionen und dem begrenzten Anlageuniversum nicht vollständig kompensieren.

## Aktien Szenarien vs. Empirische Risiko/Rendite Charakteristiken

Die Frage, wie sich jede der Allokationsstrategien historisch entwickelt hat, ist nur eine Seite der Medaille. Vor dem Hintergrund von Höchstständen bei Aktienbewertungen, stellt sich darüber hinaus die dringende Frage wie die Strategien explizit im Verhältnis zu den Aktienmärkten performt haben. Der obere Abschnitt von Tabelle 2 vergleicht Veränderungen in Aktienmärkten über 12 Monate mit den durchschnittlichen Erträgen der individuellen Anlageklassen unter Berücksichtigung verschiedener Aktienmarktszenarien.

Die mittleren Abschnitte von Tabelle 2 und Abbildung 4 zeigen, dass alle drei Strategien signifikant von steigenden Aktienmärkten profitieren. Die kapital-allokierten Benchmarks performen besser, je stärker die Aktienmarktszenarien sind. Jedoch erleiden sie erhebliche Verluste, wenn Aktien fallen. Nur die Managed Futures Strategie ist im Durchschnitt fähig Verluste zu vermeiden, wenn Aktienmärkte zurückgehen. Bemerkenswert ist die Fähigkeit der Managed Futures Strategie fast unabhängig von den Aktienmärkten positive Renditen zu erzielen.

**Abbildung 4: Aktien Szenarien vs. Ertragsverhalten**



Datenquelle: Bloomberg. Berechnungen/Chart: Alceda Fund Management S.A.<sup>1</sup>

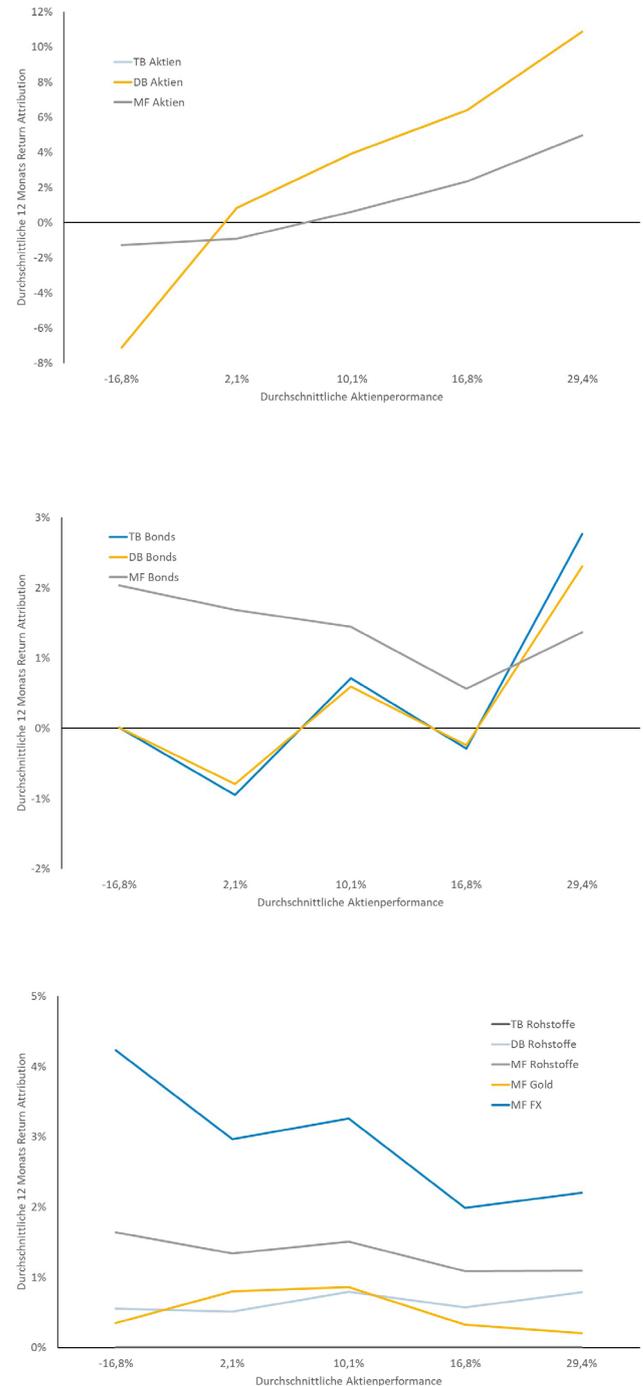
**Tabelle 2: Aktien Szenarien**

Marktumfeld und Anlageklassen	Zinsänderung	Fallende Aktienmärkte			Steigende Aktienmärkte	
		Quantil 1	Quantil 2	Quantil 3	Quantil 4	Quantil 5
	Return auf Bonds	0,0%	-1,6%	1,2%	-0,5%	4,7%
	Return auf Aktien	-16,8%	2,1%	10,1%	16,8%	29,4%
	Return auf Rohstoffen	5,7%	5,3%	8,2%	5,9%	8,1%
	Return auf Gold	4,2%	10,0%	9,5%	1,7%	0,8%
	Return auf FX	-1,0%	-0,6%	0,4%	0,7%	-1,7%
<b>Total Return und Return Attribution</b>	<b>Traditionelle BM</b>	-7,1%	-0,1%	4,7%	6,1%	13,9%
	<b>Diversifizierte BM</b>	-6,6%	0,6%	5,4%	6,8%	14,3%
	<b>Managed Futures</b>	7,0%	5,9%	7,9%	6,3%	10,0%
	<b>TB Bonds</b>	0,0%	-0,9%	0,7%	-0,3%	2,8%
	<b>DB Bonds</b>	0,0%	-0,8%	0,6%	-0,2%	2,3%
	<b>MF Bonds</b>	2,0%	1,7%	1,4%	0,6%	1,4%
	<b>TB Aktien</b>	-7,1%	0,8%	3,9%	6,4%	10,9%
	<b>DB Aktien</b>	-7,1%	0,8%	3,9%	6,4%	10,9%
	<b>MF Aktien</b>	-1,3%	-0,9%	0,6%	2,3%	5,0%
	<b>TB Rohstoffe</b>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	<b>DB Rohstoffe</b>	0,6%	0,5%	0,8%	0,6%	0,8%
	<b>MF Rohstoffe</b>	1,6%	1,3%	1,5%	1,1%	1,1%
	<b>MF Gold</b>	0,4%	0,8%	0,9%	0,3%	0,2%
	<b>MF FX</b>	4,2%	3,0%	3,3%	2,0%	2,2%
<b>Netto Exposure Zahlen</b>	<b>Gesamtexposure</b>	0,10	0,47	0,97	0,95	1,52
	<b>Bond Exposure</b>	0,13	0,17	0,44	0,32	0,43
	<b>Aktien Exposure</b>	-0,01	0,18	0,26	0,28	0,30
	<b>Rohstoff Exposure</b>	0,07	0,05	0,09	0,09	0,09
	<b>Gold Exposure</b>	0,04	0,05	0,04	0,02	0,02
	<b>FX Exposure</b>	-0,11	-0,02	-0,04	0,04	0,22

Datenquelle: Bloomberg. Berechnungen/Chart: Alceda Fund Management S.A.<sup>1</sup>

Was liegt diesen verschiedenen Risiko/Return-Charakteristiken zu Grunde? Der mittlere Abschnitt von Tabelle 2 und Abbildung 5 zeigen, dass die gewichteten Portfolios unabhängig des Szenarios konsistent mehr Kapital in Aktien allokalieren als die Managed Futures Strategie. Als Konsequenz profitieren sie mehr bei steigenden Aktienmärkten und verlieren deutlich mehr bei fallenden. Die CTA Strategie hat etwas mit trendlosen Märkten zu kämpfen aber generiert, selbst in den schlechtesten Aktienmärkten fast keine Verluste. Ein interessanter Aspekt ist der Performance-Beitrag der Anleihen, der sich bei den Benchmark Strategien über die verschiedenen Szenarien sehr ähnlich sieht und nach oben schnell, wenn Aktien sehr gut laufen. Die Managed Futures Strategie hingegen profitiert von ihrem Anleihe Exposure, unabhängig vom Aktien Szenario. Der positive Renditebeitrag ist umso höher, je schwächer die Aktienmärkte sind. Folglich ist es die Managed Futures Strategie, die mehr von den Diversifikationsvorteilen der Anleihen profitiert als ihre kapitalgewichteten Benchmarks. Die untere Grafik von Abbildung 5 deutet darauf hin, dass Rohstoffe und Gold beträchtliche Diversifikationseffekte gegenüber fallenden Aktienmärkten bieten. Es ist jedoch vor allem das FX Exposure, welches hilft, die Kurstürze der Aktien mit Gewinnen auf der Währungsseite zu kompensieren. Durch den Zugriff auf zwei weitere unkorrelierte Ertragsquellen wie Gold und FX erreicht die CTA Strategie das robusteste Risiko/Rendite-Profil wenn Aktienwerte sinken.

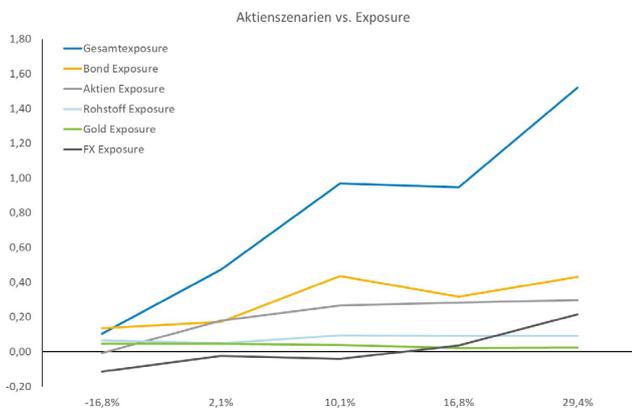
**Abbildung 5: Aktien Szenarien vs. Ertragsattribution**



Datenquelle: Bloomberg. Berechnungen/Chart: Alceda Fund Management S.A.<sup>1</sup>

Der untere Abschnitt von Tabelle 2 und Abbildung 6 zeigen das durchschnittliche netto Exposure der CTA Strategie unter Berücksichtigung verschiedener Aktienszenarien. Das netto Exposure ist umso höher, je besser die Aktienmärkte performen. Es sinkt, wenn Aktienwerte fallen, und wird nahezu Null im Szenario der stärksten Marktkorrektur. Dieser Effekt wird hauptsächlich durch eine signifikante Korrelation zwischen dem gesamten netto Exposure und dem Exposure in Anleihen, Aktien und FX getrieben, die sich alle relativ synchron mit den durchschnittlichen Aktienmarktrenditen bewegen. Das Rohstoff Exposure verbleibt, unabhängig von den Aktienrenditen, relativ konstant, wie man an dem stabilen Risiko/Rendite-Profil über die verschiedenen Szenarien erkennen kann. Das Gold Exposure hingegen ist negativ mit der Aktienperformance korreliert, was der Managed Futures Strategie erlaubt das volle Diversifikationspotential dieser Anlageklasse auszuschöpfen.

**Abbildung 6: Aktien Szenarien vs. Exposure**



Datenquelle: Bloomberg. Berechnungen/Chart: Alceda Fund Management S.A.<sup>1</sup>

Zusammenfassend heben die empirischen Daten hervor, dass die Aktienperformance eine beträchtliche Auswirkung auf die beiden Benchmark Strategien hat, während die CTA Strategie recht immun gegenüber Aktienmarktbebewegungen zu sein scheint. Die signifikante Aktiensensitivität der Benchmark Strategien begründet sich in ihrem ausgeprägten Aktien Exposure und dem Ausbleiben von Diversifikationseffekten durch andere Anlageklassen. Obwohl die Diversifizierte Benchmark in allen Szenarien von ihrem Rohstoff Exposure profitiert, ist sie aufgrund ihrer statischen Anlageallokation bei sich ändernden Szenarien nicht in der Lage die möglichen Diversifikationsvorteile vollends zu nutzen. Die CTA Strategie hingegen adjustiert ihre Anlageallokation zügig über zwei Dimensionen. Zum einen reduziert sie dynamisch das Exposure schlecht performender Anlageklassen, um Verluste zu vermeiden oder gar leicht durch Short-Positionen zu gewinnen; zum anderen verschiebt sie die Allokation hin zu diversifizierenden Anlageklassen, die im aktuellen Marktumfeld ein attraktiveres Risiko/Rendite-Profil bieten.

## Fazit

Diese empirische Analyse zeigt, dass eine long-short Managed Futures Strategie sowohl auf absoluter Basis, als auch gegenüber traditionellen, kapitalgewichteten Portfolien einen signifikanten Mehrwert schaffen kann. Dieser Wertbeitrag im Risiko/Rendite-Profil ist drei Hauptfaktoren zuzuschreiben:

- Verwendung des breitesten Anlageuniversums
- Besseres Ausnutzen der Diversifikations-Charakteristiken der verschiedenen Anlageklassen
- Möglichkeit für positive Renditen selbst bei fallenden Märkten dank Short Positionen

Diese vorteilhaften Erkenntnisse prädestinieren die Strategie dazu als effektives Hedge-Instrument gegen Marktunsicherheiten in traditionellen Anlageklassen eingesetzt zu werden. Daher ist es gut geeignet Portfolien vor dem aktuellen Hintergrund historisch hoher Aktienbewertungen und extrem niedriger Zinsen zu diversifizieren.

## Über die Autoren

Die Aquila Systematic Trading Group verfügt über langjährige Erfahrung in den Bereichen Managed Futures (CTA und Multi Asset LongOnly), Equity Quant, Statistical Arbitrage und Volatilität. Diese Expertise bildet das Fundament, auf welchem die Strategie mit Hilfe neuester Technik und rigorosem wissenschaftlichem Hintergrund erstellt wurde. Die Mitglieder des Teams vereinen unterschiedliche akademische Hintergründe, u. a. Mathematik, Physik, Ökonometrie und Volkswirtschaft und haben einen nachweisbaren Track Record in der erfolgreichen Entwicklung und Umsetzung von Managed Futures Strategien.

### *Urs Schubiger*



Urs Schubiger ist seit Anfang 2017 Mitglied der Systematic Trading Group, die für die quantitativen Strategien bei Aquila Capital zuständig ist. Urs Schubiger verfügt über umfangreiche Erfahrung in den Bereichen Recherche, Entwicklung und Umsetzung von quantitativen Investmentstrategien und verantwortete damit weitreichende Initiativen zur erfolgreichen Geschäftsentwicklung. Vor der Gründung von pprime Capital war er bei der Schweizer Tochtergesellschaft des amerikanischen Hedge Funds Achievement AM, zuvor war er in Führungspositionen bei Vescore, 1741 Asset Management, Wegelin & Co. Private Bankers, sowie UBS O'Connor tätig. Nach seinem Diplomstudium der Rechtswissenschaften an der Universität Basel schloss Urs Schubiger sein Studium in Mathematik an der ETH Zürich mit dem Master ab.

### *Dr. Egon Rüttsche*



Dr. Rüttsche verfügt über umfangreiche Erfahrung in den Bereichen Recherche, Entwicklung und Umsetzung von quantitativen Investmentstrategien. Vor der Gründung von pprime Capital war er bei der Schweizer Tochtergesellschaft des amerikanischen Hedge Funds Achievement AM, zuvor war er Senior Researcher & Portfolio Manager bei Man AHL, einem der weltweit größten quantitativen Asset Manager. Nach seinem Diplomstudium der Mathematik an der ETH Zürich promovierte Dr. Rüttsche in Arithmetischer Geometrie an der ETH Zürich.

### *Fabian Dori*



Fabian Dori verfügt über mehr als zehn Jahre Erfahrung im Fondsmangement und war in seiner vorherigen Position als Chief Investment Officer und Mitglied der Geschäftsleitung für die Notenstein La Roche Privatbank tätig. Zuvor war er Leiter des Portfoliomanagements und Mitglied der Geschäftsführung bei 1741 Asset Management, sowie Portfoliomanager bei Wegelin & Co. Private Bankers. Fabian Dori hat einen Master-Abschluss in Quantitative Economics and Finance von der Universität St. Gallen und ist Certified Risk Manager und Chartered Financial Analyst.

---

## Kontakt

*Aquila Group  
Valentinskamp 70  
20355 Hamburg  
Germany  
Tel.: +49 (0)40 87 50 50-199  
E-Mail: [info@aquila-capital.com](mailto:info@aquila-capital.com)  
Web: [www.aquila-capital.com](http://www.aquila-capital.com)*

## Wichtiger Hinweis:

Beachten Sie bitte, dass wir alle Informationen sorgfältig sowie nach bestem Wissen und Gewissen gesammelt und geprüft haben. Dennoch können wir für die Informationen nicht garantieren. Wir halten alle Informationen für verlässlich, können jedoch keine Gewähr für ihre Vollständigkeit und Richtigkeit übernehmen. Dieses Dokument stellt kein Angebot oder eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots über den Kauf oder Verkauf eines Finanzinstruments dar. Es dient allein der Information, nicht der Erteilung von Rat in Buchhaltungs-, Rechts- oder Steuerfragen sowie von Anlageempfehlungen; hierzu darf es nicht herangezogen werden. Die Anleger werden darauf hingewiesen, dass die künftige Wertentwicklung von Ergebnissen der Vergangenheit stark abweichen kann. Der Wert der Beteiligungen sowie der daraus erzielten Erträge kann ebenso steigen wie fallen. Es ist möglich, dass Sie den ursprünglich investierten Betrag nicht zurückerhalten. Jede Investition ist mit Risiken verbunden, auch mit dem Risiko eines möglichen Kapitalverlustes. Schwellenländer können höheren Risiken ausgesetzt sein. Hierzu zählen weniger entwickelte Verwahrungs- und Zeichnungspraktiken, eine höhere Volatilität und niedrigere Liquidität als bei Wertpapieren in Industrieländern. Einige

der weitergegebenen Informationen stammen aus externen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Verantwortung für Fehler in Tatsacheninformationen, die wir von Dritten erhalten haben, kann nicht übernommen werden. Diese Daten können sich außerdem mit den Marktbedingungen ändern. Etwaige aufsichtsrechtliche Pflichten oder Verpflichtungen, die Aquila Capital den Kunden gegenüber obliegen, werden hierdurch nicht ausgeschlossen. In diesem Dokument dargestellte Anlageregionen, -sektoren und -strategien dienen allein der Erläuterung. Sie sind nicht als Kauf- oder Verkaufsempfehlung aufzufassen. Unter den Bezeichnungen Aquila und Aquila Capital werden Investmentgesellschaften für Alternative Investments und Sachwertinvestitionen sowie Vertriebs-, Fondsmanagement- und Servicegesellschaften der Aquila Gruppe zusammengefasst. Die jeweils verantwortlichen rechtlichen Einheiten, die Kunden Produkte oder Dienstleistungen der Aquila Gruppe anbieten, werden in den entsprechenden Verträgen, Verkaufsunterlagen oder sonstigen Produktinformationen benannt. Eine Veröffentlichung der Alceda Fund Management S.A. Stand: 30.08.2018

von Jörg Schomburg, AXA IM, und Pierre Emmanuel Juillard, AXA IM Chorus Limited

**Marktneutralität kann gerade in schwierigen Börsenzeiten eine Chance für Portfolios sein. Doch nur wenige Strategien können dieses Versprechen wirklich einlösen.**

Für die Finanzmärkte waren die vergangenen Monate eine Tour de Force zwischen andauerndem Optimismus in Bezug auf weiteres Wirtschaftswachstum und zunehmenden Sorgen vor einem Ende des lang andauernden Booms: Während das US-Wachstum auf ein Vierjahreshoch stieg, enttäuschte die wirtschaftliche Entwicklung in der Eurozone über Monate hinweg; und während viele Schwellenländer unter Handelskonflikten und hausgemachten Krisen litten, gaben zugleich neue Handelsstatistiken aus Asien Anlass zur Hoffnung auf eine Erholung. (Quelle: AXA IM, [Global trade between fear and hope](#))

Angesichts einer solchen Nachrichtenlage und der damit einhergehenden Zickzack-Bewegung an den Märkten richten immer mehr Investoren ihr Augenmerk auf faktorbasierte Investmentstrategien und Total-Return-Ansätze – und dies durchaus aus gutem Grund, schließlich wird von derartigen Strategien prinzipiell erwartet, klassische Portfolios zu diversifizieren sowie systematisch auf Überrenditen oder sogar völlig marktunabhängig dauerhaft positive Renditen abzielen.

Wer sich mit dem Gedanken beschäftigt, solche Ansätze in seine Portfolios aufzunehmen, sollte die entsprechenden Strategien jedoch zunächst genau prüfen. Angesichts der Komplexität vieler Optionen besteht schließlich die Gefahr, verborgene Risiken zu übersehen oder offensichtlichen Faktoren bei der Analyse des Erfolgs einer Strategie eine zu große Rolle zuzuschreiben. Drei Leitfragen bieten sich für eine derartige Prüfung an: Ist die Strategie tatsächlich marktneutral? Lässt sich ihre Funktionsweise nachvollziehbar erklären? Wie liquide ist die Strategie beziehungsweise sind die eingesetzten Instrumente?

## **Marktneutralität: der trügerische erste Blick**

Gerade wenn es um echte Marktneutralität geht, ist der erste Blick auf eine Strategie oft trügerisch. Denn es reicht nicht aus, simple Long-Short-Trades aufzusetzen, um ein Portfolio wirklich unabhängig von der Entwicklungsrichtung eines Marktes zu machen. Verdeutlichen lässt sich das an der im Aktienuniversum beliebten Möglichkeit, eine Short-Position auf den MSCI World einzugehen und zugleich eine Long-Position in einem anderen, beispielsweise regionalen Index aufzubauen. Ein solches Portfolio kann zwar betaneutral sein, aber dennoch nicht wirklich marktneutral – wenn etwa beim Aufbau Verzerrungen eingeführt werden, weil keine Kontrolle der Risiken zweiter Ordnung stattfindet. Wichtig ist es zum Beispiel, die Long- und die Short-Position im Hinblick auf die Größe (Marktkapitalisierung) der enthaltenen Titel zu kontrollieren: Der MSCI World enthält viele Aktien mit hoher Marktkapitalisierung. Wer eine Short-Position auf ihn eingeht, shortet somit einen Large-Cap-Index. Sollte die im Gegenzug eingegangene Long-Position zu einem größeren Teil aus Aktien mit niedriger Marktkapitalisierung (Small und Mid Caps) bestehen, könnte der Investor eine Größenprämie vereinnahmen. Er trägt aber auch das entsprechende Liquiditätsrisiko. Dies mag über lange Zeiträume verborgen bleiben – wenn es dann allerdings ausgerechnet in turbulenten Phasen zum Vorschein kommt, drohen Volatilität und Verluste zur Unzeit.

Es ist daher wichtig, sekundäre Risiken zu berücksichtigen, die sich aus Engagements in bestimmten Anlageklassen ergeben können – seien es verborgene Wetten auf den US-Dollar mit Schwellenländeranleihen oder verdeckte Short-Positionen auf Value-Aktien bei einer Momentum-Strategie.

## **Erklärbarkeit: Wirkmechanismen sollten nachvollziehbar sein**

Total-Return-Strategien werden fast schon traditionell als Black Boxes betrachtet, als hoch komplexe, schwer durchschaubare Konstrukte, die für Uneingeweihte unverständlich sind und auch unverständlich bleiben sollten, um auch zukünftig die Wirksamkeit der Strategie zu gewährleisten. Mit diesem Blickwinkel sollten sich professionelle Investoren heute jedoch nicht mehr zufrieden geben. Nur wer versteht, wie eine Anlagestrategie funktioniert, kann sie wirklich beurteilen – und zugleich eine typische Fußangel vermeiden.

Denn quantitative, auf der Analyse großer Datenmengen basierende Strategien leiden häufig unter dem Problem der Überoptimierung: Durch umfassendes Data Mining werden regelmäßig Signale identifiziert, die in der Vergangenheit zu Überrenditen geführt haben, de facto aber keine Vorhersagekraft besitzen – letztlich also nur ein Rauschen im Datenuniversum darstellen. Auf solche Signale sollte kein Investor die Zukunft seines Portfolios aufbauen. Wer dagegen erklären kann, warum ein bestimmtes Signal in der Vergangenheit funktioniert hat, besitzt deutlich bessere Karten, auch künftig erfolgreich zu sein.

## Liquidität: Vorsicht vor unendlichen Anlageuniversen

Viele institutionelle Investoren haben in den vergangenen Jahren verstärkt in illiquide Assets investiert, seien es beispielsweise Immobilien, Loans oder Private Equity. Das ist angesichts niedriger Renditen bei klassischen Fixed-Income-Instrumenten und strenger regulatorischer Behandlung von Aktien auch eine sinnvolle Strategie – schließlich können etwa Versicherer oder Pensionskassen sehr gut über längere Zeiträume auf Liquidität verzichten. Ein bewusster Verzicht auf Liquidität in Teilen des Portfolios ist jedoch etwas grundlegend anderes als Liquiditätsprobleme innerhalb einer Total-Return-Strategie, die auf ständige Handelbarkeit aller genutzten Instrumente angewiesen ist. Daher lohnt sich auch bei diesem Thema ein genauerer Blick. Gerade viele quantitativ orientierte Asset Manager werben für ihre Total-Return-Strategien mit einem riesigen Universum potenziell zugänglicher Instrumente – oft über eine Vielzahl von Anlageklassen hinweg. Wer allerdings Long- und Short-Positionen eingehen will, muss zu jeder Zeit in der Lage sein, ein Instrument ebenso einfach verkaufen wie kaufen zu können. Übertriebener Optimismus in dieser Hinsicht kann also ein Warnhinweis sein.

## Die Herausforderungen bewältigen: Beispiel einer zeitgemäßen Total-Return-Strategie

Eine zeitgemäße Total-Return-Strategie sollte all diese Herausforderungen berücksichtigen – und im Idealfall auch bewältigen. Wie dies gelingen kann, lässt sich am Beispiel eines noch relativ jungen Ansatzes aus unserem Haus verdeutlichen. Dieser Ansatz setzt darauf, die Schwächen bestehender marktneutraler Strategien zu vermeiden und

nutzt dafür gezielt verschiedene Renditequellen (Risikoprämien) an den Finanzmärkten. Ein Erfolg ist auch hier nicht garantiert, schließlich beinhalten alle Investments Risiken, zuvorderst das Risiko des Kapitalverlustes.

Das Fundament einer solchen Strategie bilden ausreichende Ressourcen und eine starke Infrastruktur. Um beides jederzeit zu gewährleisten, kann es hilfreich sein, auch entsprechende organisatorische Grundlagen zu schaffen – im Fall von AXA IM durch die Gründung einer eigenen Tochtergesellschaft, die 30 Mitarbeiter beschäftigt. Dazu gehören IT-Experten ebenso wie Research-Spezialisten und Modell-Entwickler, die fortgeschrittene Technologien wie zum Beispiel maschinelles Lernen einsetzen, und Portfolio-Manager.

Eine strikte Marktneutralität wird sichergestellt über die ständige Kontrolle aller Positionen in Bezug auf mögliche versteckte Risiken. Zugleich erfolgt eine konsequente Diversifikation über verschiedene Assetklassen hinweg, neben Aktien werden auch Zinsinstrumente, Index-Optionen oder Devisen genutzt. Dabei werden nur solche Instrumente eingesetzt, die sich unproblematisch shorten lassen. Das führt dazu, dass das Managementteam aus dem großen Universum der globalen Aktienmärkte lediglich etwa 2.000 Titel aus Amerika, Europa und Asien herausgreift.

Um das Ziel, Alpha zu generieren, zu erreichen, setzt die Strategie konsequent auf selbst entwickelte Signale mit möglichst großer Vorhersagekraft. Diese gehen über die klassischen akademischen Risikoprämien – wie etwa Beta, Größe oder Value – hinaus. Erst dadurch wird die Strategie in die Lage versetzt, nicht einfach der Masse zu folgen, sondern wirklich nachhaltige Performances zu erzielen. Das ist statistisch belegbar: mithilfe von Regressionsanalysen lässt sich belegen, dass die akademisch erforschten Risikoprämien nur einen vergleichsweise geringen Teil der Performance erklären können. Proprietäres, also auf individuell ermittelten Signalen beruhendes, dynamisches Alpha dagegen leistet unserer Ansicht nach einen großen, statistisch signifikanten Beitrag. Eine leistungsfähige Total-Return-Strategie muss daher in der Lage sein, diese Performancequelle nachhaltig zu nutzen.

Dies bedingt auch die kontinuierliche Entwicklung neuer Signale. Wichtig ist dabei allerdings, sich selbst ein striktes Regelwerk zu geben, um das Ziel zu erreichen, Signale mit

echter Vorhersagekraft von bloßem Rauschen zu unterscheiden. Gefragt sind insbesondere Signale mit einer klaren Grundlage in Wahrnehmungs- und Verhaltensfehlern von Investoren einerseits sowie regulatorisch bedingten Verzerrungen andererseits. Beispiele für Ersteres sind die gut dokumentierte Überreaktion auf außergewöhnliche Nachrichten und die Unterreaktionen auf kleinere News. Regulatorische beziehungsweise institutionelle Friktionen ergeben sich etwa daraus, dass viele Investmentfonds nicht in der Lage sind, Short-Positionen einzugehen und gezwungen sind, sich an Benchmarks zu orientieren. Dieses Vorgehen folgt der bereits beschriebenen Logik: Ein Signal, für das es eine ökonomische Begründung gibt, funktioniert mit höherer Wahrscheinlichkeit nachhaltig.

Um das Risiko einer fehlerhaften Überoptimierung weiter zu minimieren, werden bei der Strategie zudem alle identifizierten Signale einer rigorosen statistischen Analyse mithilfe einer Vielzahl von Metriken unterzogen. Ein vergleichsweise einfaches Beispiel für einen solchen Test ist der Blick auf den Zusammenhang zwischen der Stärke eines Signals und den auf sein Auftreten folgenden Renditen.

Schließlich werden die identifizierten Signale gründlich auf mögliche versteckte Risiken (etwa in Bezug auf Branchen, Regionen oder Größe) geprüft und aggregiert – um die künftigen Erträge aller Assets möglichst gut abschätzen zu können.

## Die Bedeutung der Portfoliokonstruktion

Soweit zu den für leistungsfähige marktneutrale Strategien nötigen theoretischen Erwägungen. Ebenso wichtig ist jedoch die praktische Umsetzung der geschilderten Erkenntnisse und Prinzipien in der Portfoliokonstruktion. Das beginnt mit der Bildung sinnvoller Subportfolios – also beispielsweise eines Teilportfolios für Devisen aus entwickelten Ländern oder eines Teilportfolios für eine Long-Short-Position am asiatischen Aktienmarkt. Die Zielgewichte aller Teilportfolios werden dabei unter Berücksichtigung von Risikogrenzen berechnet. Zudem erfolgt eine Optimierung mit Blick auf Ordergrößen und eine möglichst schnelle Handelbarkeit. Bei der Konstruktion des

Gesamtportfolios schauen die Experten schließlich auf die realisierten Performances und Korrelationen, gehen aber letztlich korrelationsagnostisch vor – geleitet von dem Gedanken, dass sich Korrelationen an den Finanzmärkten stetig ändern und auch bislang unkorrelierte Strategien in einer Krise gemeinsam fallen können. Maßgeblich für die Gewichte einzelner Strategien im Portfolio sind daher Risikoerwägungen, die auf einem Drawdown-Ansatz basieren.

Der letzte Schritt ist die Implementierung des Portfolios. Hierbei gilt es, konsequent alle offenen und versteckten Kosten zu minimieren – getreu der Erkenntnis, dass jeder gesparte Euro einen Euro mehr Gewinn ermöglicht und dass Kosteneinsparungen Renditevorteile bieten, während die künftige Entwicklung der Finanzmärkte ungewiss ist. Daher behalten die Portfoliomanager neben Gebühren und Bid-Ask-Spreads auch andere Kosten wie den Market Impact, Wertpapierleihgebühren oder Opportunitätskosten im Blick.

All dies dient dazu, beide Ziele zu erreichen, die marktneutrale Strategien klassischerweise haben oder haben sollten: Sehr gute Diversifikationseigenschaften, eine möglichst geringe Volatilität und zugleich Erträge.

Eine durchdachte Strategie, die diese drei Eigenschaften kombiniert, stellt nicht nur, aber insbesondere im aktuellen Umfeld, eine sinnvolle Ergänzung vieler institutioneller Portfolios dar. Anleger, die ihre Portfolios in den vergangenen Jahren durch Engagements in illiquide Assetklassen diversifiziert haben, erhalten die Möglichkeit, zusätzliche Diversifikationsvorteile zu realisieren ohne weitere Abstriche in puncto Liquidität in Kauf nehmen zu müssen, indem sie zusätzliche, gut begründete Risikoprämien aufnehmen. Strikte Marktneutralität sorgt dabei dafür, dass Investoren aus allen Segmenten einer steigenden Volatilität und möglicherweise sinkenden Kursen an den Aktien- und Anleihemärkten gelassener entgegensehen können – obwohl auch bei einer Multi-Premia-Strategie das Risiko eines Kapitalverlustes sowie Risiken in Bezug auf die Entwicklung von Modellen, den Einsatz von Derivaten und den Einsatz von Kredithebeln bestehen.

Absolute Sicherheit können allerdings jedoch nicht einmal Anlagen wie US-Staatsanleihen oder deutsche Bundesanleihen bieten – erst recht nicht dann, wenn ein Portfolio zugleich auch positive reale Renditen erwischen soll. Institutionelle Investoren vom Versicherer bis zum Family Office sollten daher genau prüfen, ob und in welcher Form sie sich in einer liquiden Total-Return-Strategie engagieren. Dabei sollten sie ein mögliches Engagement anhand des hier vorgestellten Kriterienkatalogs genau prüfen – denn wohl in keinem Bereich kommt es so sehr auf eine Vielzahl kleiner, aber bedeutsamer Details an wie bei marktneutralen, auf Risikoprämien basierenden Investmentstrategien.

Auf unserer Website finden Sie weitere [Informationen zu Multi Premia](#).

## Kontakt



*AXA Investment Managers  
Deutschland GmbH  
Jörg Schomburg,  
Head of Institutional Sales*

*Joerg.SCHOMBURG@axa-im.com  
Tel.: +49 (69) 90025 2123  
Web: [https://institutionelle.axa-im.de/  
de/multi-premia](https://institutionelle.axa-im.de/de/multi-premia)*

## DISCLAIMER

### *Wichtige Risiken*

Alle Investitionen sind mit Risiken verbunden. Die AXA IM Multi-Premia-Strategie investiert in die Finanzmärkte. Sie nutzt Techniken und Anlageinstrumente, die gewissen Schwankungen unterliegen, die zu Gewinnen oder Verlusten führen können. Zu den Risiken des Fonds zählen Kredit- und Kontrahentenrisiken, Risiken durch den Einsatz von Derivaten und Hebeln (die die Auswirkungen von Marktbewegungen auf den Fonds verstärken können), politische Risiken und Risiken von Hedgefondsanlagen. Anlegern wird empfohlen, den aktuellen KIID und den aktuellen Verkaufsprospekt zu lesen. Hier finden Sie detaillierte Risikobeschreibungen. Beide sind auf unserer Website erhältlich.

**Kreditrisiko:** Risiko, dass Emittenten von Schuldtiteln im Teilfonds ihren Verpflichtungen nicht nachkommen oder dass ihr Kreditrating herabgestuft wird, was zu einem sinkenden Nettoinventarwert führen würde.

**Kontrahentenrisiko:** Konkurs-, Insolvenz-, Zahlungs- oder Lieferausfallrisiko eines der Kontrahenten des Teilfonds, was zu Zahlungs- oder Lieferausfällen führen kann. Risiken durch den Einsatz von Derivaten und Hebeln: Gewisse Verwaltungsstrategien sind mit spezifischen Risiken wie beispielsweise Liquiditätsrisiko, Kreditrisiko, Ausfallrisiko, gesetzlichem Risiko, Bewertungsrisiko, operationellem Risiko und Risiken in Zusammenhang mit den Basisvermögenswerten verbunden. Der Einsatz solcher Strategien kann auch einen gewissen Hebeleffekt umfassen, was die Auswirkungen von Marktbewegungen auf den Teilfonds erhöhen und zu einem erheblichen Risiko von Verlusten führen kann. Politische Risiken: Anlagen in Wertpapiere, die in unterschiedlichen Ländern ausgegeben oder notiert werden, können die Anwendung unterschiedlicher Standards und Vorschriften nach sich ziehen. Anlagen können Wechselkursbewegungen, Änderungen an für solche Anlagen geltenden Gesetzen oder Beschränkungen, Änderungen der Devisenkontrollbestimmungen oder Kurschwankungen unterliegen. Risiken von Anlagen in Hedgefonds: Ein begrenzter Teil des Vermögens des betreffenden Teilfonds (maximal 10%) ist in Fonds angelegt, die alternative

Strategien verfolgen. Anlagen in alternativen Fonds sind mit gewissen spezifischen Risiken verbunden, die mit der Bewertung der Vermögenswerte derartiger Fonds und ihrer schlechten Liquidität in Zusammenhang stehen.

### **Auswirkungen von Techniken wie beispielsweise**

**Derivaten:** Gewisse Verwaltungsstrategien sind mit spezifischen Risiken wie beispielsweise Liquiditätsrisiko, Kreditrisiko, Ausfallrisiko, gesetzlichem Risiko, Bewertungsrisiko, operationellem Risiko und Risiken in Zusammenhang mit den Basisvermögenswerten verbunden. Der Einsatz solcher Strategien kann auch einen gewissen Hebeleffekt beinhalten, was die Auswirkungen von Marktbewegungen auf den Teilfonds erhöhen und zu einem erheblichen Risiko von Verlusten führen kann. Risikomodellierung: Es wird darauf hingewiesen, dass der Manager bei der Gestaltung und Durchführung der Anlagestrategie die Ergebnisse aus komplexen hauseigenen Investmentmodellen heranzieht. Die Effektivität dieser Modelle ist nicht garantiert, und die Verwendung des Modells führt unter Umständen nicht zur Erreichung des Anlageziels.

Anlagen enthalten Risiken, einschließlich dem des Kapitalverlustes.

### **Allgemeine Hinweise:**

Nur für professionelle Investoren / nicht für Privatanleger  
Bei diesem Dokument handelt es sich um Werbematerial und um kein investmentrechtliches Pflichtdokument. Die in diesem Dokument von AXA Investment Managers Deutschland GmbH bzw. mit ihr verbundenen Unternehmen („AXA IM DE“) zur Verfügung gestellten Informationen, Daten, Zahlen, Meinungen Aussagen, Analysen, Prognose- und Simulationsdarstellungen, Konzepte sowie sonstige Angaben beruhen auf unserem Sach- und Kenntnisstand zum Zeitpunkt der Erstellung. Die genannten Angaben können jederzeit ohne Hinweis geändert werden und infolge vereinfachter Darstellungen subjektiv sein. Soweit die in diesem Dokument enthaltenen Daten von Dritten stammen, übernehmen wir für die Richtigkeit, Vollständigkeit, Aktualität und Angemessenheit dieser Daten keine Gewähr, auch wenn nur solche Daten verwendet werden, die als zuverlässig erachtet werden. Eine Haftung oder Garantie für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der zur Verfügung gestellten Informationen wird von AXA IM DE nicht übernommen.

Bitte lesen Sie die Angaben im jeweils gültigen Verkaufsprospekt einschließlich der Allgemeinen und Besonderen Anlagebedingungen bzw. der Satzung des Fonds, auf dessen ausschließlicher Basis ein Kauf von Anteilen erfolgt. Jeder Kauf und Verkauf von Anteilen auf der Basis von Auskünften oder Erklärungen, welche nicht in diesem Prospekt enthalten sind, erfolgt ausschließlich auf Risiko des Käufers. Die Verkaufsprospekte in deutscher Sprache, die wesentlichen Anlegerinformationen (KIID „Key Investor Information Document“ in Papierform in deutscher Sprache ) sowie die Jahres- und Halbjahresberichte erhalten Sie auf Anfrage kostenlos bei AXA Investment Managers Deutschland GmbH • Bleichstrasse 2-4 • 60313 Frankfurt/Main oder unseren Vertriebspartnern sowie unter [www.axa-im.de](http://www.axa-im.de). Anleger in Österreich erhalten die genannten Dokumente bei der Informations- und Zahlstelle UNI-Credit Bank Austria AG, Schottengasse 6-8, 1010 Wien, Österreich, sowie unter [www.axa-im.at](http://www.axa-im.at).

Unternehmenserfolge und Wertentwicklungsergebnisse der Vergangenheit bieten keine Gewähr und sind kein Indikator für die Zukunft. Wert und Rendite einer Anlage in Fonds können steigen und fallen und werden nicht garantiert. Darüber hinaus wirken sich Provisionen und Kosten nachteilig auf die Wertentwicklung eines Fonds aus.

Die im vorliegenden Dokument enthaltenen Informationen stellen weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Kauf von Fondsanteilen dar. Die Angaben in diesem Dokument sind keine Entscheidungshilfe oder Anlageempfehlung, (aufsichts-) rechtliche oder steuerliche Beratung durch AXA IM DE, sondern werden ausschließlich zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt. Auf der alleinigen Grundlage dieses Dokuments dürfen keine Anlage- oder sonstige Entscheidungen gefällt werden. Vor jeder Transaktion sollte eine ausführliche und an der individuellen Kundensituation ausgerichtete Anlageberatung unter Berücksichtigung der steuerlichen Belange und aller einschlägigen Risiken erfolgen. Im Rahmen dieser Beratung werden Sie u.a. über die Kosten und Gebühren, die mit dem Erwerb eines Fonds verbunden sind, aufgeklärt. Es wird darauf hingewiesen, dass AXA Investment Managers Deutschland GmbH und/oder mit ihr verbundene Unternehmen bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen Zuwendungen (Provisionen, Gebühren oder sonstige Geldleistungen sowie alle geldwerten Vorteile) annehmen und / oder gewähren können.

von Dr. Alexander Zanker, DekaBank

Die Kapitalmärkte befinden sich an der Nahtstelle zwischen zwei Paradigmen - mit erheblichen Konsequenzen für Investoren. Die erste Phase nach der Finanzmarktkrise ist abgeschlossen, die Krisenbewältigung ist gelungen. In dieser Marktphase war klar, dass die Notenbanken bei jedem Sandkorn im Getriebe der Konjunktur konsequent reagieren würden. Aufgrund der massiven Interventionen der Notenbanken fuhren die Wertpapiermärkte in engen (monetären) Leitplanken geradeaus. Die Volatilität verschwand in 2017 fast vollständig, die Schwankungsindizes notierten bei Aktien und Renten im Bereich der Allzeittiefs. In dieser Phase konnten viele Anleger attraktive Renditen mit einfachen Lösungen realisieren.

## Was genau sind alternative Risikoprämien?

Doch schon länger werden die Marktteilnehmer von Seiten der Notenbanken durch eine entsprechende Forward Guidance auf ein neues Kapitalmarktumfeld vorbereitet. Auch wenn das neue Paradigma schon lange angekündigt ist, muss es in der Realität erst einmal verkraftet werden.

Was das heißen kann, zeigt sich im aktuellen Marktumfeld. Zumindest in den USA scheint die Zinswende bereits die Zeitenwende einzuläuten, mit allen Konsequenzen. Die Volatilität an den Aktienmärkten stieg sprunghaft an, mit deutlichen Korrekturen der Aktienindizes dies- wie jenseits des Atlantiks. Für alle Marktteilnehmer wurde schmerzlich klar, dass der Weg zur neuen Normalität phasenweise ganz schön holprig werden kann, insbesondere wenn politische Risiken hinzukommen. Nicht nur Trump ist hier sicherlich noch für die eine oder andere Überraschung gut, auch Italien kann für zusätzliche Aufregung sorgen.

In diesem Umfeld können institutionelle Investoren von in der Vergangenheit renditestarken Anlageklassen nur noch geringere Kurssteigerungspotenziale erwarten und müssen sich auf deutlich höhere Schwankungen einstellen. Dies gilt im besonderen Maße für Staatsanleihen, die bei steigenden Zinsen negative Renditen erwarten lassen, wodurch diese ihre traditionelle Rolle als sichere Einkommensquelle und stabilisierendes Element einbüßen. Während es in der Vergangenheit leicht möglich war, mit hohen Anteilen an Anleihen

und einer Beimischung von Aktien bereits attraktive Renditen zu erzielen, ist das Kapitalmarktumfeld heute ein anderes. Ein einfaches Fortschreiben der Renditeerwartung hätte sicherlich hohes Enttäuschungspotenzial.

## Besserer Schutz vor unvorhersehbaren Ereignissen

Die Frage ist, wie sich in einem solchen Umfeld ein Portfolio aufbauen lässt, das eine attraktive risikoadjustierte Gesamtrendite verspricht, obwohl die Rendite traditioneller Anlageklassen deutlich weniger Potenziale erwarten lässt.

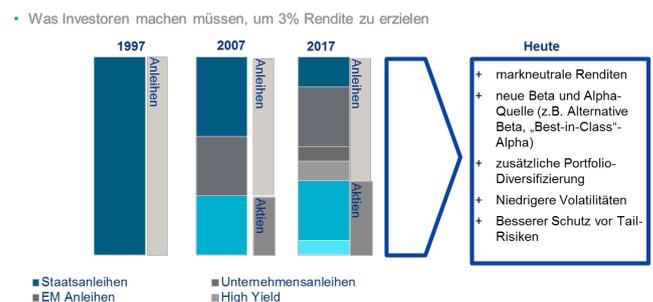


Abbildung 1: Wie sich die Kapitalanlage verändern musste, um die Zielrendite zu erreichen

Der den Investoren zur Verfügung stehende Werkzeugkasten enthält alle notwendigen Instrumente, um im neuen Kapitalmarktparadigma erfolgreich agieren zu können. Bereits jetzt integrieren viele institutionelle Investoren verstärkt multi-dimensionale Renditequellen in ihr Portfolio und verbreiten so unkorrelierte Performance-Treiber, um das Portfolio zu stabilisieren und zukunftssicher zu machen. Auch setzen institutionelle Investoren wieder verstärkt auf marktphasenunabhängige Alpha-Quellen. Aufgrund der zunehmenden Volatilitäten wird wieder verstärkt auf aktives Asset Management gesetzt, das immer wieder ergebende Chancenpotenziale nutzen kann. Im Vordergrund stehen dabei Strategien, die äußerst dynamisch agieren und sehr flexibel auf kurzfristige Chancen reagieren können, aber die Risiken stets kontrollieren.

Eine Anlageklasse, die verstärkt in den Blickpunkt rückt, sind Liquid Alternatives. Hierbei handelt es sich um Anlagestrategien, die alternative Renditequellen nutzen und kaum mit den traditionellen Renditen am Aktien- und Rentenmarkt

korreliert sind. Damit können sie einen wertvollen Beitrag zur Stabilisierung eines institutionellen Portfolios leisten. Seit Jahren wächst die Zahl von Fonds, die entsprechende Strategien auch im UCITS-Mantel anbieten. In 2017 flossen Liquid-Alternatives-Fonds rund 50 Mrd. Euro zu – Ende 2017 wurden knapp 400 Mrd. Euro durch Liquid Alternatives verwaltet. Das für institutionelle Investoren relevante Fonds-Universum umfasst mittlerweile über 3000 Produkte. Die größten Profiteure waren alternative Multi-Asset-Fonds, deren verwaltetes Vermögen sich in diesem Zeitraum seit dem Jahr 2015 nahezu verdoppelt hat. Aufgrund der verstärkten Nachfrage institutioneller Investoren ist der Markt „erwachsen“ geworden und wird dadurch für institutionelle Investoren immer attraktiver.

## Entscheidend ist die Kombination erfolgsversprechender Strategien

Keine einzelne Strategie, auch nicht im Bereich der Liquid Alternatives, lässt in allen Marktszenarien positive Renditen erwarten. Die Unterschiede zwischen den Strategien in unterschiedlichen Marktphasen können sogar sehr groß sein. Das Delta zwischen einzelnen Strategien kann durchaus 25% im Jahr betragen.

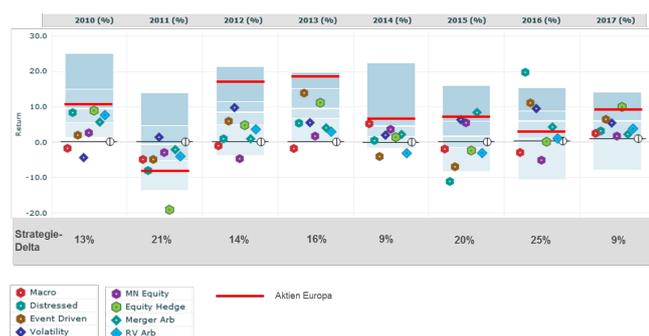


Abbildung 2: Liquid Alternatives - Ein heterogenes Universum mit unterschiedlichen Renditemustern, Quelle: Mercer, 2018

Die einzelnen Strategien sind deshalb so zu kombinieren, dass sie im gegenseitigen Zusammenspiel echt diversifizierend wirken und so eine absolute Rendite bei niedrigerer Volatilität und geringeren Draw Down-Risiken erzielen. Dabei können und sollen einzelne Strategien durchaus volatil sein, wenn sie im Portfoliokontext durch komplementäre Strategien ausgeglichen werden. Beispielsweise können Trendfolgestrategien

von ausgeprägten Aufwärts- wie auch Abwärtsbewegungen an den Börsen partizipieren. In der Vergangenheit hatten sie aber ihre Schwächen in volatilen Seitwärtsmärkten. Letztere Phasen konnten hingegen Strategien wie Relative Value oder Equity Market Neutral für sich nutzen, da sie nicht auf Direktionalität des Gesamtmarktes angewiesen sind. Gelingt dies, können erhebliche Diversifikationspotenziale genutzt werden. Vermieden werden sollte allerdings eine Überdiversifizierung, da ansonsten lediglich eine durchschnittliche Rendite erzielt wird und die angestrebte Portfoliocharakteristik verwässert wird. Als ideal hat sich in der Praxis ein Portfolio von 10 bis 15 Liquid-Alternatives-Fonds erwiesen.

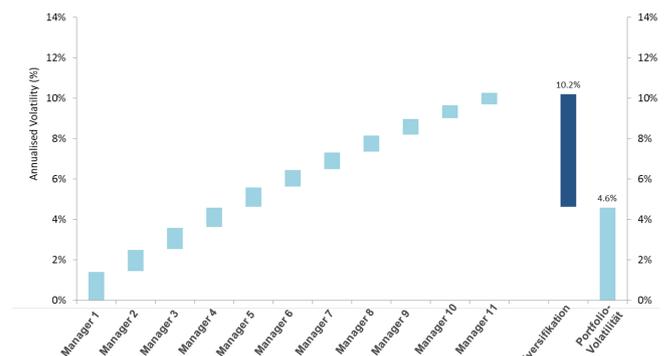


Abbildung 3: Heterogenität der Strategien und Manager erhöht das Diversifikationspotential, Quelle: Mercer, 2018

Neben der Portfoliokonstruktion ist ein proaktives Risikomanagement auf Gesamtportfolioebene mit klarem Fokus auf Reduzierung der Draw Downs und der Tail-Risiken bei geringem Marktbeta erfolgsentscheidend. Investoren sollten sehr darauf achten, dass Draw Downs aktiv vermieden und gesteuert werden. Moderne Risikomanagementinstrumente können hier einen erheblichen Mehrwert bieten und das Portfolio stabilisieren.

Die Performance von aktiv gemanagten Liquid Alternative Investments hängt zudem ganz wesentlich vom einzelnen Manager ab. Der Abstand zwischen den Top-Performern (Top-Quartil) und dem Bottom-Quartil ist in der Regel hoch und kann - je nach Anlagestrategie – auch bis zu 38 Prozentpunkte per anno betragen.



Abbildung 4: Breite Streuung bei Blick auf die einzelnen Asset Manager (am Beispiel von Macro-Managern), Quelle: Mercer, 2018

Entsprechend besteht die Herausforderung darin, die Manager zu identifizieren, die ihr außerordentliches Ergebnis nicht „glücklichen Umständen“, sondern nachweislich ihren besonderen Fähigkeiten verdanken. Dabei sind insbesondere Manager interessant, die wirklich marktneutrale Alphas erzielen, unabhängig von der Marktphase.



Abbildung 5: Interessant sind wirklich marktneutrale Strategien, Quelle: Deko

Die Komplexität der eingesetzten Strategien bei Liquid Alternative Investments erfordert eine sehr umfangreiche Analyse und viel Erfahrung in der Auswahl geeigneter Manager. Erschwert wird die Auswahl oftmals dadurch, dass viele Strategien in UCITS-Form noch über eine kurze Historie verfügen, wodurch quantitative Analysen in ihren Aussagen eingeschränkt werden. Eine Fokussierung auf Fonds, die bereits einen aussagekräftigen Track Record von mehreren Jahren aufgebaut haben, ist vor dem Hintergrund häufig nicht möglich. Erfolgreiche und/oder vielversprechende Strategien haben zuletzt recht schnell Anlegergelder erhalten, weshalb neue Anleger aufgrund von Kapazitätsbeschränkun-

gen oftmals schon nach kurzer Zeit keine Fondsanteile mehr erwerben konnten. Die Bewertung von Liquid Alternatives erfolgt deshalb maßgeblich über die qualitative Due Diligence. Dabei stehen, wie bei traditionellen Investments, die Evaluierung der Ideengeneration sowie der Investment- und Risikomanagementprozessen im Vordergrund. Auch Fragen zur Implementierung, sowie eine Legal Due Diligence, sind heute Standard. Es gilt die Frage zu beantworten, inwieweit das Management in der Lage ist, die in der Vergangenheit erzielte Performance auch zukünftig zu wiederholen. Gegenüber traditionellen Investments sind die Anforderungen bei der Prüfung von Liquid Alternative Investments jedoch deutlich höher. Zum einen hat dies damit zu tun, dass die Fonds absolute Renditeziele verfolgen, während traditionelle Investmentfonds ein relatives Ziel – die Outperformance eines Vergleichsmaßstabs – anvisieren. Ein Verfehlen des Ziels kann bei letzterer Fondsgattung vom Beta in einem positiven Marktumfeld noch kaschiert werden, während bei einem alternativen Investmentfonds eine Zielverfehlung meist eine negative Wertentwicklung bedeutet. Die Konsequenzen einer schlechten Fondsauswahl sind bei Liquid Alternative Investments entsprechend gravierender. Zum anderen führt der Einsatz derivativer Finanzinstrumente zu zusätzlichen Fragestellungen, die bei der Fondsauswahl berücksichtigt werden müssen. So bestehen die Portfolios vieler Liquid Alternative Investments zu einem großen Teil aus kurzlaufenden festverzinslichen Anlagen wie Bundesanleihen oder US-Treasuries. Die Wertentwicklung resultiert hingegen aus einem Derivate-Overlay, sei es in Form einer Swap-Konstruktion mit einer Investmentbank als Gegenpartei oder über Futures, CFDs und sonstiger Instrumente. Je nach Konstruktionsweise sind somit Adressausfallrisiken, zusätzliche Kostenkomponenten sowie Hebelwirkungen zu analysieren. Bei Optionsstrategien kommen weitere wichtige Parameter ins Spiel, die man „die Griechen“ nennt. Dahinter verbergen sich Variablen, die Auskunft über die Sensitivität der Optionspreise im Hinblick auf die Kursentwicklung des Basiswertes, die Volatilität des Underlyings, die Veränderung des Zeitwertes der Option, etc. geben. Die Einschätzung der vom aktiven Manager eingesetzten Strategien setzt entsprechend ein Grundverständnis der verwendeten Instrumente voraus.

Weitere Komplexität ergibt sich aus der Analyse der Risiko-seite. Im Gegensatz zu traditionellen Investmentfonds, wo oftmals Risikomaße wie Value at Risk oder Volatilität einen recht guten Begriff von Risiko vermitteln, ist dies bei Liquid Alternative Investments nur bedingt der Fall, da diese Maße eine Normalverteilung der Renditen voraussetzen. Insbesondere bei Arbitrage- und Event-Driven-Strategien sind die Renditen jedoch alles andere als normalverteilt. Tatsächlich handelt es sich um linksschiefe Verteilungen mit sog. Fat Tails, d.h. ausgeprägten Extremwerten. Dies äußert sich in Phasen vergleichsweise stetiger positiver Performance, denen massive Drawdowns gegenüberstehen. Der Umgang des Managements mit der aus Anlegersicht ungünstigen Verteilung der Renditen muss bei der Fondsauswahl entsprechend berücksichtigt werden.

Dieser Komplexität lässt sich nur mit einem hohen Ressourceneinsatz und viel Erfahrung in der Analyse begegnen. Ein tiefes Verständnis der Strategien, ihrer Funktionsweisen in verschiedenen Marktphasen und ihrem Zusammenspiel im Portfoliokontext kann nur über das zeitintensive Studium der hochkomplexen Produktdokumentation, der Analyse des Portfolios und insbesondere der regelmäßigen Kommunikation mit dem Fondsmanagement erlangt werden. Dies lässt sich nur mit erfahrenen und spezialisierten Analysten bewerkstelligen. Hinzu kommt, dass auch bei liquiden Alternatives besonders erfolgreiche Strategien für viele Investoren oft kaum noch zugänglich sind, sofern sie nicht schon in der Vergangenheit eine vertrauensvolle und stabile Geschäftsbeziehung zu den jeweiligen Asset Managern etabliert haben.

## Attraktive Renditen auch in stürmischen Zeiten

Für institutionelle Investoren, für die Liquid Alternative Investments zunehmend an Bedeutung gewinnen, sind die komplexen Anforderungen häufig ein Hemmnis, da sie in der Regel nicht selbst über diese Kapazität und Erfahrung verfügen. Zudem bringen nicht alle institutionelle Investoren genügend Anlagevolumen mit, um selbstständig diversifizierte Portfolios effizient aufzubauen. Die Auslagerung der

Fondsselektion an externe Consultants oder der Einsatz von Dachfonds spielt daher im Bereich der alternativen Anlagen eine bedeutende Rolle. Einen vielversprechenden neuen Weg geht hier die Deka mit ihrem Liquid Alternative Dachfonds. Bei der Auswahl von Zielfonds und der Konstruktion der Portfolien arbeiten wir mit einem der weltweit größten unabhängigen Consultants zusammen und ergänzen damit gezielt die Expertise beider Häuser.

Anleger, die auf Liquid Alternatives setzen, bekommen Zugang zu Anlagestrategien, die das Potenzial haben attraktive Renditen zu erzielen, auch wenn es an den Märkten stürmischer wird. Die Zeiten, wo dies bereits allein mit Anleihen und Aktien möglich war, scheint für die meisten institutionellen Investoren vorbei zu sein. Liquid Alternatives haben sich als asymmetrische Ergänzung etabliert und sind aufgrund ihrer stabilisierenden Wirkung und ihrer marktneutralen Renditen in modernen Portfolien nicht mehr wegzudenken.

---

## Kontakt



*Dr. Alexander Zanker, CFA, CAIA  
Client Solution der DekaBank*

*Deutsche Girozentrale  
Mainzer Landstraße 16  
60325 Frankfurt am Main  
Tel.: (+49) 69 71 47 - 24 33*

*E-Mail: alexander.zanker@deka.de*

## von Julien Malet und Dr. Florian Rehm, Unigestion SA

Investments in alternative Risikoprämien (ARP) erfreuen sich seit einigen Jahren wachsender Beliebtheit. Dieser Trend wird insbesondere durch die Suche institutioneller Investoren nach neuen Rendite- und Diversifizierungsquellen verstärkt. In unserem Artikel zur strategischen Asset-Allokation im Newsletter II/2018 haben wir unter anderem den Wert einer Allokation zu alternativen Risikoprämien innerhalb eines Multi-Asset-Portfolios beleuchtet. Nachdem wir in den vergangenen Monaten zahlreiche Gespräche mit Marktteilnehmern und institutionellen Investoren in Deutschland geführt haben, möchten wir nun eine detaillierte Analyse von alternativen Risikoprämien veröffentlichen. In diesem Artikel besprechen wir die Vorteile von ARP im aktuellen Marktumfeld und beleuchten einige Faktoren, die bei der Auswahl einer geeigneten ARP-Strategie zu berücksichtigen sind.

## Was genau sind alternative Risikoprämien?

Eine Risikoprämie ist eine konkrete, reproduzierbare und verwertbare Ausgleichszahlung für das Eingehen von Anlage Risiken. Während traditionelle Risikoprämien wie Aktien- oder Laufzeitriskoprämien in der Regel über reine Long-Investments in eine einzelne Anlageklasse erzielt werden, kommen bei ARP Methoden zum Einsatz, die eigentlich für Hedgefonds typisch sind. Diese sind zum Beispiel Portfolios mit Long/Short- und Leverage-Strategien, sowohl innerhalb einer Anlageklasse als auch über verschiedene Anlageklassen hinweg. Deshalb weisen ARP-Strategien meist eine relativ geringe Korrelation mit traditionellen Risikoprämien auf. ARP-Strategien unterscheiden sich auch recht deutlich von Smart-Beta-Ansätzen; das sind reine Long-Portfolios, die mit alternativen Gewichtungsmethoden arbeiten, aber immer noch eine relativ hohe Korrelation mit dem zugrundeliegenden Index aufweisen. Im Gegensatz dazu zielen ARP-Strategien darauf ab, den Einfluss der Direktionalität der Märkte zu eliminieren, um die jeweilige Risikoprämie möglichst unverwässert zu erschließen.

Die zugrundeliegenden Konzepte sind nicht neu. Im Aktienbereich führten die Wirtschaftswissenschaftler Eugene Fama und Kenneth French alternative Risikoprämien bereits vor 20 Jahren als Investmentansatz ein; sie ermittelten Faktoren wie Größe, Wert und Momentum, die heute den meisten Investoren bekannt sind. Später identifizierten Wissenschaftler und Praktiker auch in anderen Anlageklassen ähnliche Muster und entsprechende Investmentstrategien, etwa Trendfolge und Carry\*. Diese Strategien gehören alle zur ARP-Familie.

Hedgefonds, vor allem CTAs, nutzen ARP schon seit Jahrzehnten. Wissenschaftliche Untersuchungen haben gezeigt, dass ein Großteil dessen, was früher als Alpha bezeichnet wurde, letztlich nur durch das Ausnutzen anderer Formen (alternativer) systematischer Wertsteigerungsquellen im Zusammenhang mit anderen spezifischen Risiken zustande kommt.

Neu sind an der jüngsten ARP-Generation vor allem drei Aspekte:

1. Die Kosten sind deutlich geringer.
2. Die Liquidität ist weitaus größer.
3. Die Produkte sind viel transparenter.

Zudem gibt es häufig Kombinationen unterschiedlicher ARP, wenn ein Produkt beispielsweise Aktienbewertung-, Trendfolge- und Makro-Ansätze vereint; Hedgefonds spezialisieren sich hingegen traditionell nur auf einen Bereich.

## Warum in alternative Risikoprämien investieren?

Aufgrund der geringen Korrelation mit traditionellen Anlageklassen kann eine strategische ARP-Allokation das Risiko-Rendite-Profil eines diversifizierten Portfolios erheblich verbessern. Wie wir im vorangegangenen Artikel gezeigt haben, hat unsere Analyse ergeben, dass ein Multi-Asset-Portfolio mit einer strategischen ARP-Allokation langfristig bei risikobereinigten und annualisierten Kennzahlen besser abschneidet und weniger von der Entwicklung der Aktienmärkte abhängig ist; die folgende Grafik verdeutlicht dies.

**Chart 1: Strategische Allokation mit und ohne ARP**



Frühere Performance-Zahlen geben keinen Aufschluss über die künftige Entwicklung, der Wert einer Investition kann sowohl fallen als auch steigen, es gibt keine Garantie, dass Sie Ihren Kapitaleinsatz zurückbekommen. Performance wird brutto angezeigt, wodurch Einbeziehung von Gebühren, Kosten und Gebühren den Gesamtwert der Performance reduziert. Nur zur Veranschaulichung.  
Quelle: Unigestion. Daten vom 15.12.2014 bis zum 31.12.2017. Beiträge vor Gebühren und auf Basis der Performance des Uni-Global – Cross Asset Navigator.

Im aktuellen Marktumfeld sind Allokationen zu ARP unserer Einschätzung nach besonders relevant. Ein Portfolio, das nur aus traditionellen Risikoprämien besteht, birgt im aktuellen Umfeld zusätzliche Risiken: Nach Jahren der expansiven Geldpolitik sind die Renditen fest verzinslicher Anlagen niedrig, und die Bewertungen traditioneller Anlagen erscheinen in einigen Bereichen überzogen. Jetzt, wo die Zentralbanken anfangen, die Geldpolitik zu normalisieren, ist der Ausblick für Anleihen schwierig. Unterdessen ist an den Aktienmärkten nicht zu erwarten, dass sich die zweistelligen Wertsteigerungen der vergangenen Jahre fortsetzen; hier ist zunehmend mit Stressphasen zu rechnen, wie wir dieses Jahr bereits erlebt haben. Außerdem besteht das Risiko, dass die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen zunimmt; daraus könnten sich erhebliche Auswirkungen auf die Diversifizierung von Anlageportfolios ergeben. Vor diesem Hintergrund wird uns klar, dass Anleger in ihren Portfolios auch eine Allokation zu alternativen Renditequellen brauchen.

Illiquide Alternativen wie Infrastruktur oder Immobilien sind eine Lösung - und in den Portfolios institutioneller Investoren deshalb auch bereits weit verbreitet. Diese Strategien bieten derzeit zwar eine geringe Korrelation mit den traditionellen Anlageklassen, aber da wir allmählich in die Endphase der konjunkturellen Aufwärtsbewegung eintreten, ist es unter Umständen nicht sinnvoll, die Allokation in diesem Bereich weiter zu erhöhen. Höhere Kosten und die mit solchen Anlagen verbundene Illiquidität können ebenfalls problematisch sein.

Eine andere Möglichkeit sind traditionelle Hedgefonds, aber die fehlende Transparenz macht es für Investoren schwer, Risiken abzuschätzen; zudem kann auch hier ein Mangel an Liquidität ein Problem werden. Außerdem schmälern oft hohe Performance-Gebühren die Rendite, die seit der globalen Finanzkrise im Durchschnitt enttäuschend ausgefallen ist.

ARP-Strategien sind hierzu eine überzeugende Alternative; sie können das Risiko-Rendite-Profil eines ausgewogenen Portfolios unserer Ansicht nach deutlich verbessern, sind preiswerter als Hedgefonds und bieten tägliche Liquidität sowie ein hohes Maß an Transparenz.

Eine Reihe von institutionellen Investoren in Deutschland hat ARP dauerhaft als zusätzliche Komponente in ihre strategische Asset-Allokation aufgenommen. Eine Analyse dieser Investoren zeigt, dass die Nachfrage nach ARP bei weniger stark regulierten Anlegertypen größer ist, weil regulierte Investoren strengeren Auflagen für alternative Investments unterliegen, etwa für sogenannte Typ-2-Aktien nach Solvency II.

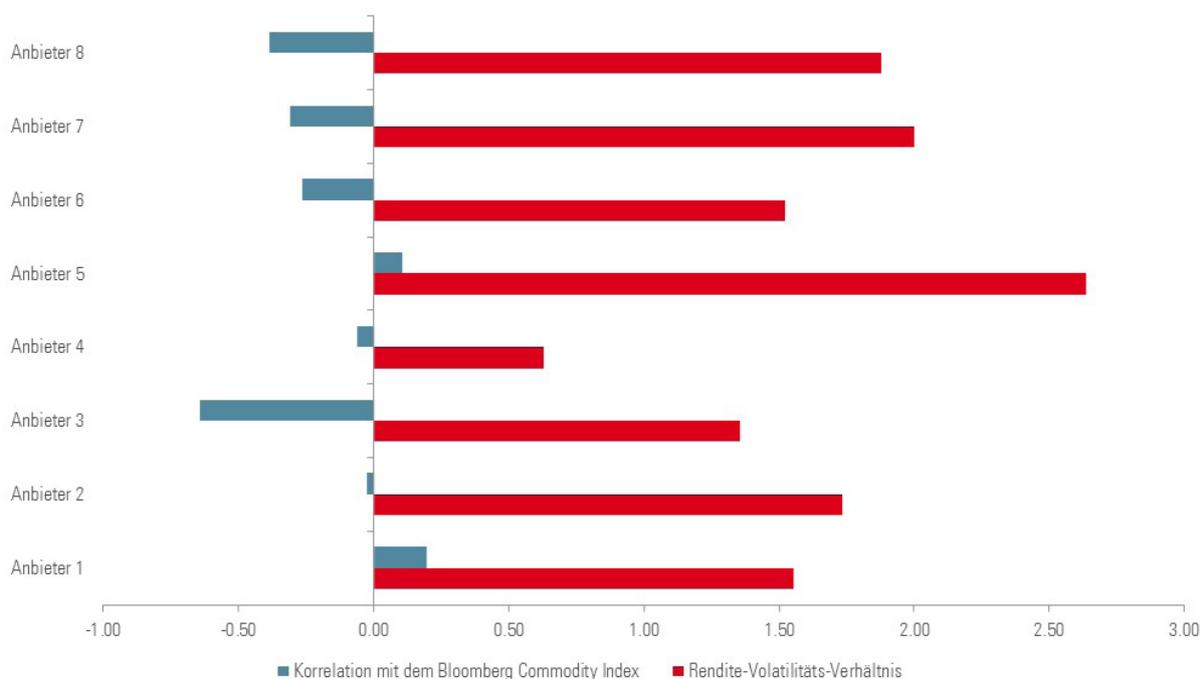
Stark regulierte Investoren haben in der Regel eine deutlich größere Allokation von festverzinslichen Anlagen als nicht regulierte Investoren; deshalb bedeuten steigende Zinsen

für sie auch ein größeres potenzielles Verlustrisiko in dieser traditionellen Risikoprämie. Angesichts der geringen Korrelation zwischen der Zinsentwicklung und einer Reihe von ARP-Strategien ist eine ARP-Allokation daher überaus sinnvoll. Dies gilt aufgrund der Diversifizierungsvorteile vor allem für regulierte Investoren.

## Praktische Erwägungen

Investoren müssen bei ihren ARP-Allokationen sehr selektiv vorgehen, damit sie das Potenzial dieser Strategien optimal ausschöpfen können. Prinzipiell sollte eine Risikoprämie regelbasiert, transparent und reproduzierbar sein, damit ein Investor über verschiedene Anlagelösungen hinweg ein einheitliches Verhalten erwarten kann. Die Ergebnisunterschiede verschiedener ARP-Anbieter zeigen aber, dass der Teufel tatsächlich im Detail steckt. Unserer Erfahrung nach sollten Investoren die folgenden Punkte sorgfältig prüfen:

**Chart 2: Rohstoff-Carry-Strategie: Performance-Verteilung über 8 Anbieter hinweg**



*Frühere Performance-Zahlen geben keinen Aufschluss über die künftige Entwicklung, der Wert einer Investition kann sowohl fallen als auch steigen, es gibt keine Garantie, dass Sie Ihren Kapitaleinsatz zurückbekommen. Nur zur Veranschaulichung.*

*Quelle: Bloomberg, Unigestion. Auf Basis der wöchentlichen Wertentwicklungen von Januar 2015 bis Dezember 2017.*

## 1. Definition von alternativen Risikoprämien

Es ist wichtig, sich genau anzusehen, wie ein Vermögensverwalter einzelne Risikoprämien definiert. Selbst wenn eine alternative Risikoprämie bei unterschiedlichen Anbietern gleich heißt, können unserer Erfahrung nach bereits kleine Abweichungen bei der Definition und auch bei der Implementierung große Unterschiede in der Performance bewirken. Long/Short- und Leverage-Strategien können diese Unterschiede zusätzlich verstärken.

So hat zum Beispiel eine Analyse der Rohstoff-Carry-Strategien verschiedener Anbieter, bei der wir sowohl das Risiko als auch die Korrelation mit den zugrunde liegenden Märkten verglichen haben, völlig unterschiedliche Ergebnisse zutage gefördert.

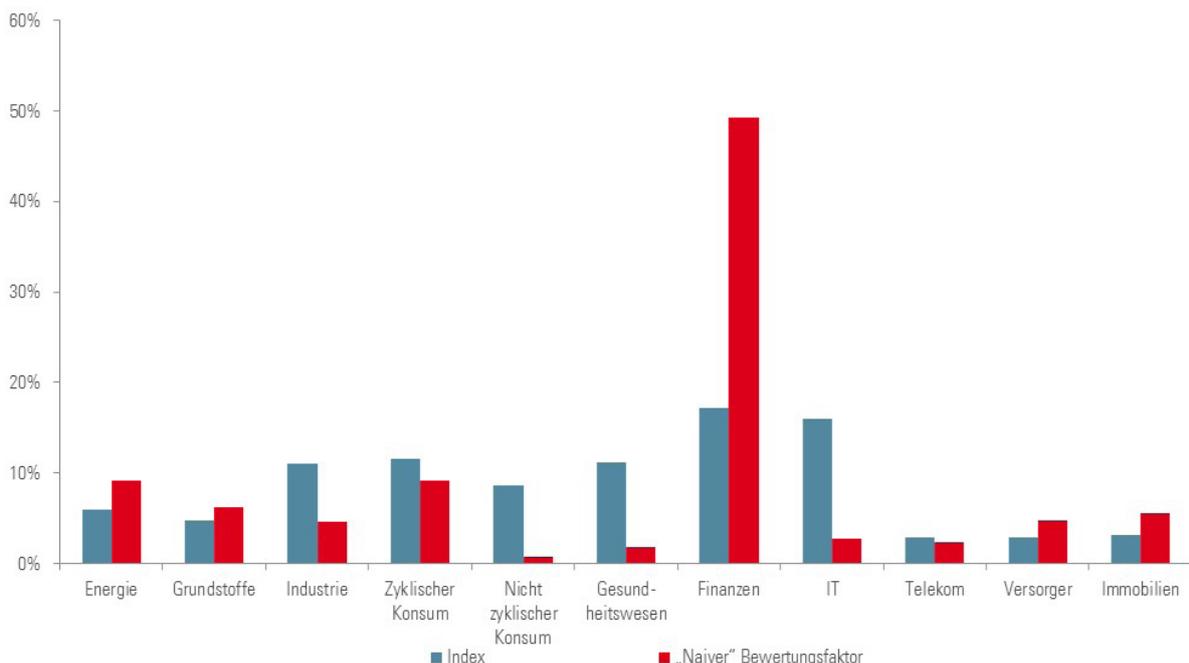
Ein weiteres Beispiel sind Aktienbewertungsstrategien (Value Strategien). Stark vereinfachende Definitionen, die zum Beispiel auf dem Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) basieren, lassen sich nicht undifferenziert auf alle Sektoren anwenden, denn manche Bereiche, etwa der Finanzsektor, haben grundsätzlich niedrigere Kurs-Buchwert-Verhältnisse als andere.

Wer das KBV also als einzige Kennzahl anwendet, erhält unter Umständen stark konzentrierte Portfolios mit einer dauerhaften Übergewichtung von Finanzwerten – ungeachtet dessen, ob dieser Sektor tatsächlich ein attraktiveres Wertpotenzial bietet (siehe Chart 3). Daraus können sich für Portfolios sehr konkrete Auswirkungen ergeben, etwa in Bezug auf die Diversifizierung oder die Stabilität der Ergebnisse.

## 2. Dynamischer Ansatz bei der Asset-Allokation

Investoren interessieren sich immer häufiger für Lösungen, die mehrere ARP-Strategien kombinieren. Da die Korrelation zwischen den unterschiedlichen ARP sehr gering und in manchen Fällen negativ ist, kann dieser Ansatz bedeutende Diversifizierungsvorteile bieten. Zudem kann es kostengünstiger und effizienter sein, unterschiedliche ARP in einem einzigen Portfolio zu kombinieren, weil bei unterschiedlichen Trades mit dem selben Underlying Verrechnungsmöglichkeiten (Netting) bestehen.

**Chart 3: Aktienbewertungs-Allokation auf Basis des KBV**



Quellen: Bloomberg, MSCI, Unigestion. Der „naive“ Bewertungsfaktor basiert auf dem MSCI World, Stand der Daten: 31.12.2017, unter Berücksichtigung des ersten Aktien-Quintils mit dem niedrigsten Kurs-Buchwert-Verhältnis. Nur zur Veranschaulichung.

**Chart 4: Langfristige Korrelation zwischen den ARP ist gering**

	AKTIEN-QUALITÄT	AKTIEN-BEWERTUNG	TRENDFOLGE	Q10 FX VALUE	CREDIT CARRY	DM FX CARRY	VOLATILITÄTS-CARRY
AKTIEN-GRÖSSE	-0.07	0.04	0.08	0.03	0.18	0.05	-0.15
AKTIEN-QUALITÄT		-0.34	0.02	-0.03	-0.01	-0.03	-0.02
AKTIEN-BEWERTUNG			-0.15	-0.05	-0.05	0.18	0.14
TRENDFOLGE				-0.08	0.03	0.07	-0.02
Q10 FX VALUE					0.01	-0.05	-0.04
CREDIT CARRY						0.05	0.04
DM FX CARRY							0.00

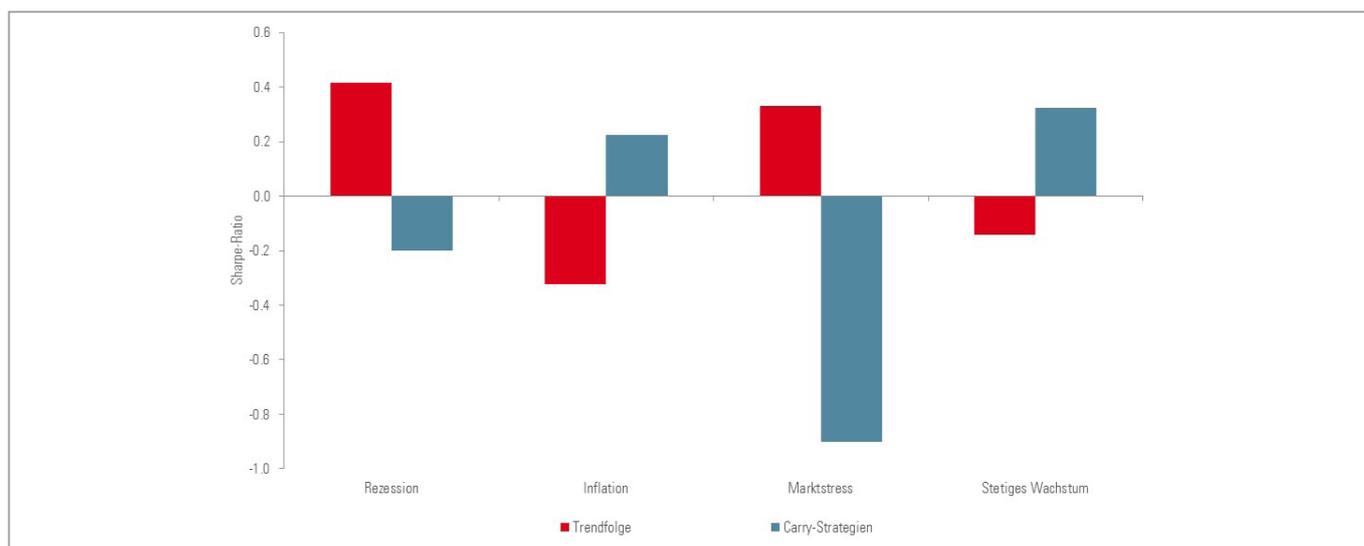
Performance auf Basis von Backtesting oder Simulationen ist kein Indikator der künftigen tatsächlichen Ergebnisse. Nur zur Veranschaulichung.  
 Quellen: Bloomberg, Berechnungen von Unigestion. Zahlen basieren auf hypothetischen Backtesting-Simulationen von Januar 2000 bis Dezember 2017; Ausnahmen: Volatilitäts-Carry ab Mai 2004, Credit Carry ab November 2005.

Allerdings kann eine Bündelung unterschiedlicher ARP in einem diversifizierten Portfolio auch die Performance-Unterschiede zwischen den einzelnen Risikoprämien verstärken. Die genaue Ausgestaltung der einzelnen ARP-Allokationen kann in unseren Augen große Auswirkungen auf das Investmentergebnis haben.

Die meisten Anbieter richten sich beim Aufbau ihrer strategischen ARP-Allokation nach dem sogenannten ERC-Prinzip; ERC steht für Equal Risk Contribution, das heißt, jede Risikoprämie soll den gleichen Risikobeitrag leisten. Diesen Ansatz finden manche Anbieter vor allem deshalb reizvoll, weil sie dabei keine Einschätzung zur langfristigen Wertentwicklung der Strategien treffen müssen. In unseren Augen ist die ERC-Methode zwar ein guter Ausgangspunkt, sie kann aber aufgrund einer zu starken Vereinfachung unter bestimmten Marktbedingungen zu einer unwirksamen Diversifizierung führen.

Langfristig korrelieren ARP zwar nicht miteinander, kurzfristig reagieren ihre Rendite- und Risikoeigenschaften unserer Einschätzung nach aber durchaus auf das aktuelle wirtschaftliche Umfeld. Unsere Analyse hat gezeigt, dass sich Konjunkturzyklen in die vier Makro-Grundtypen stetiges Wachstum, Rezession, Inflationsschock und Marktstress gliedern lassen, die in der Regel über alle Regionen hinweg in ähnlicher Häufigkeit auftreten (in unserem früheren Artikel finden Sie nähere Informationen zu diesem Thema). Chart 5 zeigt beispielhaft die Performance-Unterschiede von zwei ARP in den vier konjunkturellen Grundtypen: So sind zum Beispiel Trendfolgestrategien üblicherweise in Rezessions- und Marktstressphasen erfolgreicher als bei Inflationsschocks, während Carry-Strategien bei stetigem Wachstum ein deutlich besseres Ergebnis erzielen und bei Marktstress schlecht abschneiden.

**Chart 5: ARP-Sharpe-Ratios bei unterschiedlichen konjunkturellen Rahmenbedingungen**



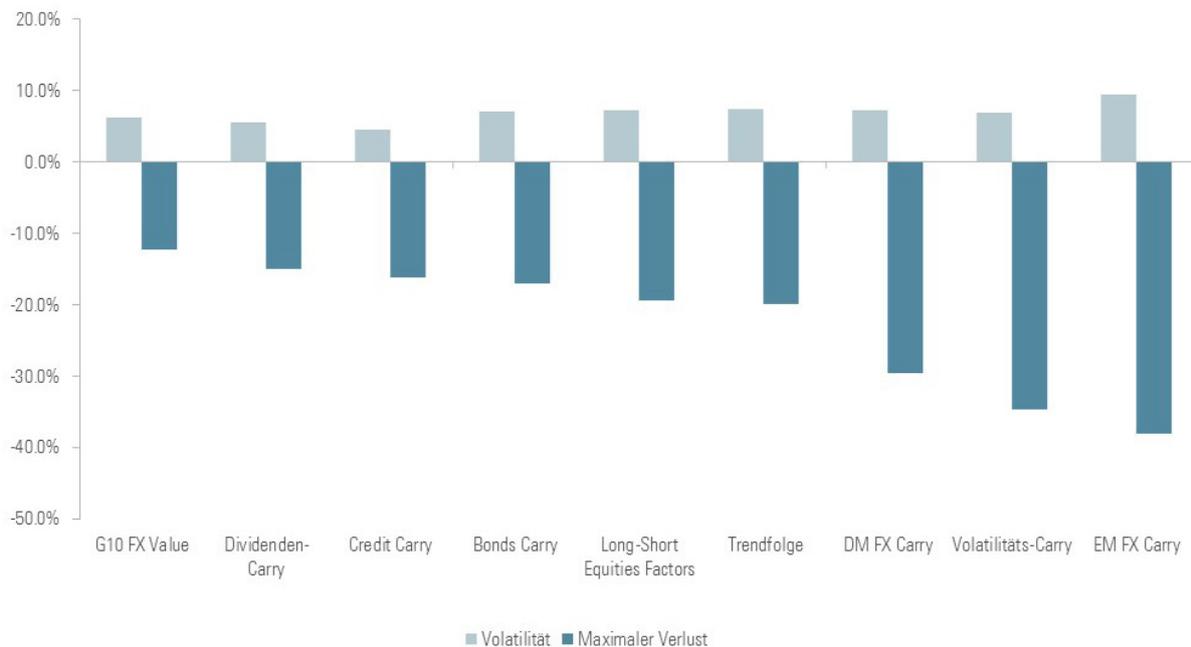
Performance auf Basis von Backtesting oder Simulationen ist kein Indikator der künftigen tatsächlichen Ergebnisse. Nur zur Veranschaulichung.  
 Quellen: Bloomberg, Berechnungen von Unigestion. Zahlen basieren auf hypothetischen Backtesting-Simulationen von Januar 2000 bis Dezember 2017.

Wir halten es deshalb für entscheidend, die Abhängigkeit vom konjunkturellen Umfeld in den Anlageansatz einzubeziehen, um das risikobereinigte Renditepotenzial von ARP-Portfolios zu optimieren. Erstens ist es möglich, ein „Allwetterportfolio“ zusammenzustellen, indem man eine strategische Asset-Allokation aufbaut, die eine ausgewogenen Partizipation an den unterschiedlichen konjunkturellen Grundtypen gewährleistet. Zweitens sind kurzfristige Prognosen zur Entwicklung von Märkten oder ARP zwar notorisch schwierig, eine dynamische Anpassung der ARP-Allokationen an das jeweilige konjunkturelle Umfeld kann aber - unter Berücksichtigung klarer Risiko-beschränkungen - einen Mehrwert bringen. Wichtig ist dabei, sowohl konjunkturelle Echtzeit-Signale als auch die Bewertung der jeweiligen alternativen Risikoprämie zu berücksichtigen und dabei gleichzeitig die Grundregeln für den Aufbau des Portfolios einzuhalten.

### 3. Risikomanagementansatz

Die Wahl der Risikokennziffer(n) kann sich beim Aufbau eines ARP-Portfolios erheblich auf den Anlageerfolg auswirken. Wir sind der Meinung, dass die Volatilität, die am häufigsten verwendete Risikokennziffer, für die meisten ARP-Strategien zu stark vereinfacht ist. ARP unterscheiden sich in ihren Eigenschaften von traditionellen Risikoprämien, denn sie sind mit einigen spezifischen Risiken verbunden, die für Long/Short-Strategien typisch sind, und ihre Renditeverteilung kann stark asymmetrisch verlaufen. Bei Strategien mit einer negativ schiefen Verteilung können Investoren höhere Verluste erleiden, als auf Basis der Volatilität zu erwarten wären, vor allem bei stark fallenden Märkten. Chart 6 zeigt, dass Strategien mit einer ähnlichen historischen Volatilität beim maximalen Verlust sehr weit auseinander liegen können.

**Chart 6: Volatilität ggü. maximalem Verlust bei verschiedenen Arten von Risikoprämien**



Performance auf Basis von Backtesting oder Simulationen ist kein Indikator der künftigen tatsächlichen Ergebnisse. Nur zur Veranschaulichung. Quelle: Unigestion, Bloomberg. Statistik basiert auf einer Backtesting-Serie mit Daten von Oktober 2005 bis Dezember 2017.

## Fallstudie: Februar 2018

In Phasen von Marktstress wächst die Bedeutung einer erweiterten Diversifizierung und eines dynamischen Risikomanagements. Während der Marktturbulenzen im vergangenen Februar, als die meisten Risikoprämien Verluste hinnehmen mussten, erzielten defensivere Strategien wie FX Value und Bonds Carry positive Renditen; dies verdeutlicht die Bedeutung des „Allwetter“-Ansatzes.

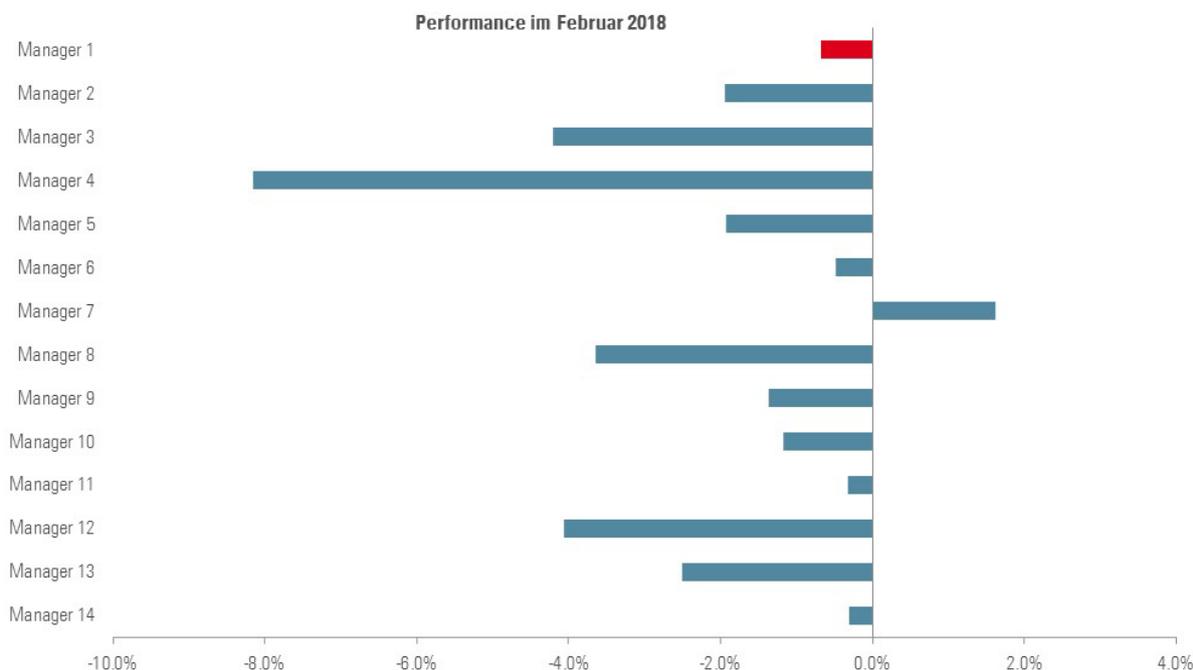
Darüber hinaus ist es entscheidend, dass sich ein Portfolio an Veränderungen des Marktumfelds anpassen lässt – wenn nötig täglich. Unser intern entwickelter Marktstress-Nowcaster signalisierte schon in der zweiten Hälfte des Januar einen drastischen Anstieg des Marktstresses, während das implizite

Carry der Volatilitäts-Carry-Strategie erst Ende Januar und Anfang Februar einbrach (siehe Charts 8 und 9).

Dies veranlasste uns dazu, das Volatilitäts-Carry schon vor der Abwärtsbewegung unterzugewichten, und so konnten wir die Verluste aus dieser Strategie trotz des starken Anstiegs des Volatilitätsindex VIX begrenzen. Zudem konnten wir unsere Allokation während der Abwärtsphase anpassen, indem wir Trendfolgepositionen untergewichtet und FX Value und Bonds Carry übergewichtet haben, um größere Schwankungen der Portfoliorenditen zu vermeiden.

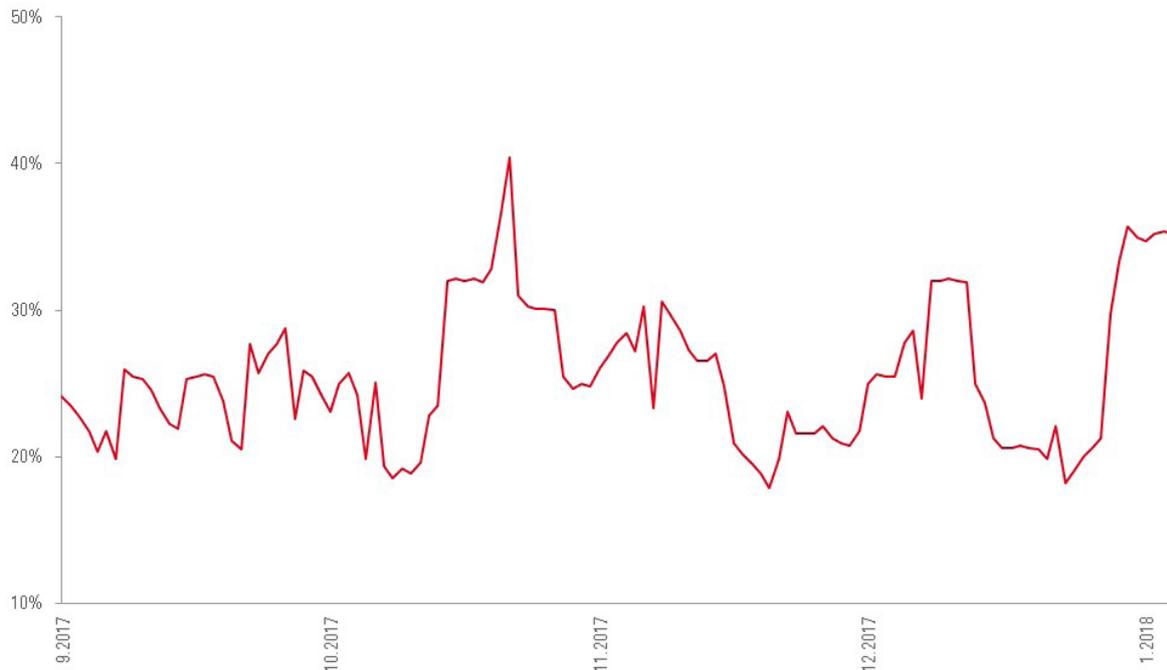
Die enormen Performance-Unterschiede verschiedener ARP-Manager Anfang Februar zeigen, wie wichtig ein solider Risikomanagementansatz ist.

**Chart 7: Verteilung der Manager-Performance bei Marktstress**



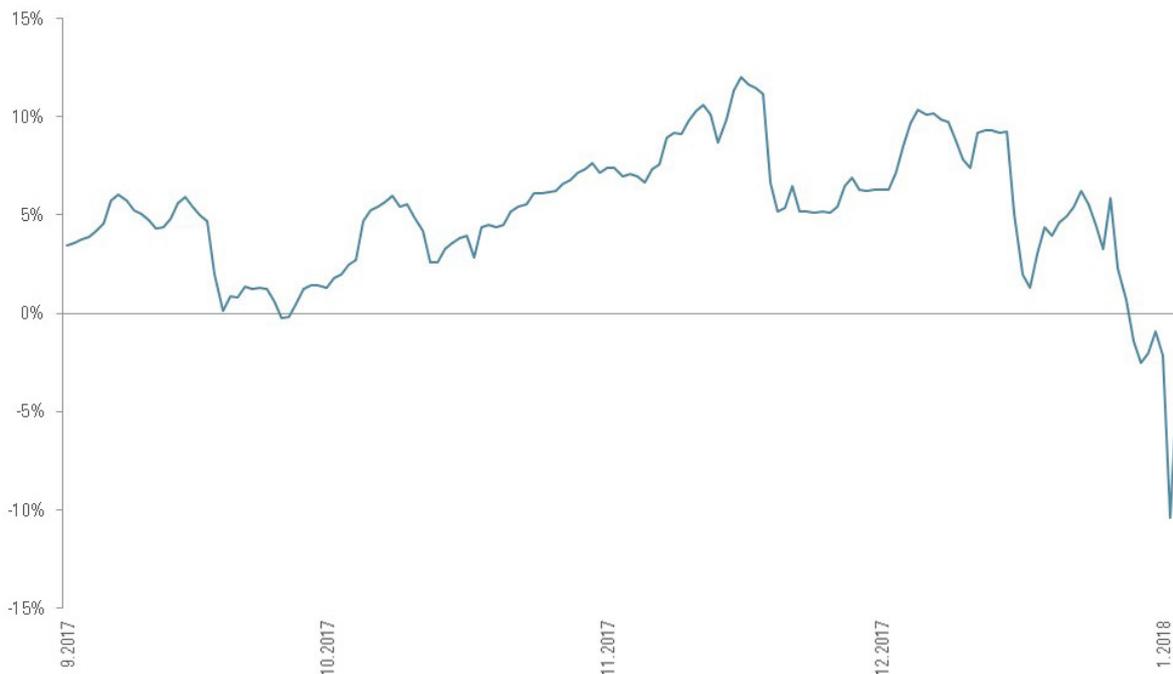
*Frühere Performance-Zahlen geben keinen Aufschluss über die künftige Entwicklung, der Wert einer Investition kann sowohl fallen als auch steigen, es gibt keine Garantie, dass Sie Ihren Kapitaleinsatz zurückbekommen. Nur zur Veranschaulichung.  
Quelle: Unigestion, Bloomberg. Daten vom 31.01.2018 bis zum 28.02.2018.*

**Chart 8: Unigestion Marktstress-Nowcaster**



Quelle: Unigestion

**Chart 9: Impliziertes Carry bei der Volatilitäts-Carry-Strategie**



Frühere Performance-Zahlen geben keinen Aufschluss über die künftige Entwicklung, der Wert einer Investition kann sowohl fallen als auch steigen, es gibt keine Garantie, dass Sie Ihren Kapitaleinsatz zurückbekommen.

Quelle: Bloomberg, Unigestion

## Fazit

Alternative Risikoprämien sind nicht neu: Seit Jahrzehnten stehen sie im Mittelpunkt der wissenschaftlichen Forschung und werden von Hedgefonds erfolgreich eingesetzt. Unsere Analyse zeigt, dass die Beimischung von ARP zu einem traditionellen Anlageportfolio die risikobereinigten Renditen deutlich verbessern kann, und das ist angesichts des schwierigen Ausblicks für Aktien und Anleihen umso wichtiger. Auch im Vergleich zu „traditionelleren“ alternativen Anlagen wie Immobilien, Infrastruktur oder Hedgefonds bieten ARP Vorteile, insbesondere in Bezug auf Liquidität, Transparenz und Kosten.

Bei der Ausgestaltung der ARP-Allokation sollten Investoren sorgfältig prüfen, wie eine Strategie definiert, konzipiert und umgesetzt wird, denn bei zu stark vereinfachenden Ansätzen drohen unerwartete negative Überraschungen. Investoren sollten darauf achten, dass ein Ansatz (i) tatsächlich diversifiziert ist, (ii) eine dynamische Asset-Allokation vorsieht und (iii) bei Allokation und Überwachung ein breites Spektrum an Risiken abdeckt, um das Renditepotenzial zu maximieren und die Verluste in Marktstressphasen zu begrenzen.

*\* Kojien, Moskowitz, Pedersen (2012), Moskowitz, Ooi, Pedersen (2011).*

## Wichtige Informationen

Vergangene Performance lassen keine Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung zu. Der Wert von Anlagen kann sowohl fallen als auch steigen; es gibt keinerlei ausdrückliche oder stillschweigende Garantie dafür, dass sich Anlagen rechnen.

Dieses Dokument wurde ausschliesslich zu Ihrer persönlichen Information erstellt und darf von Ihnen weder vervielfältigt, wiedergegeben, verbreitet oder anderen Personen zugänglich gemacht werden.

Es handelt sich im Informationen zu unserer Anlagephilosophie sowie unserer Dienstleistungen und bezieht sich ausschliesslich auf den Inhalt dieser Präsentation. Es handelt sich hierbei weder um eine Anlageberatung noch um eine

Anlageempfehlung. Dieses Dokument enthält kein Angebot, keine Aufforderung oder Anregung zur Zeichnung von Anlageinstrumenten, auf die es sich bezieht. Bitte kontaktieren Sie Ihren professionellen Berater, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Soweit wie möglich wollen wir die für dieses Dokument relevanten wesentlichen Risiken offenlegen, auf den entsprechenden Seiten des Dokuments wird auf diese hingewiesen. Im Fondsprospekt befindet sich eine vollständige Liste mit allen anwendbaren Risiken.

Einige der beschriebenen oder angedeuteten Anlagestrategien sind mit hohem Risiko und schwer realisierbare Anlagen verbunden, was zu erheblichen und plötzlichen Verlusten, inbegriffen dem Totalverlust der Investition führen kann. Diese sind nicht für alle Anlegertypen geeignet. Soweit dieser Bericht Aussagen zu zukünftigen Entwicklungen enthält, sind diese Aussagen zukunftsgerichtet und unterliegen Risiken und Unsicherheiten, einschliesslich, aber nicht nur, der Einfluss von konkurrierenden Produkten, Marktakzeptanzrisiken und andere Risiken. Daher sollte man sich nicht auf zukunftsgerichtete Aussagen als Grundlage für zukünftige Erträge verlassen.

Im Bericht enthaltene Angaben und grafische Darstellungen dienen ausschliesslich zur Informationszwecken und können von Drittquellen stammen. Unigestion unternimmt angemessene Massnahmen zu ihrer Überprüfung, gewährleistet jedoch weder deren Richtigkeit noch Vollständigkeit. Folglich werden keine Zusicherungen oder Garantien, weder ausdrücklich noch implizit, von Unigestion in dieser Hinsicht gemacht oder gemacht werden und es wird keine Verantwortung oder Haftung übernommen. Alle hier zur Verfügung gestellten Angaben können ohne Vorankündigung geändert werden. Sie sollten ausschliesslich in Hinblick auf das Datum der Veröffentlichung aktuell und ohne Bezug auf das Datum, an dem Sie Zugang zu diesen Informationen erhalten, aktuell sein. Aufgrund von Wechselkursen kann der Wert einer Anlage steigen oder fallen. Eine Anlage bei Unigestion enthält wie alle Anlagen Risiken, darunter den Totalverlust für den Anleger. Vergangene Performance lassen keine Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung zu, der Wert von Anlagen kann sowohl fallen wie steigen; es gibt keinerlei Garantie

dafür, dass sich Anlagen rechnen. Die Performance wird brutto ausgewiesen, wobei die Einbeziehung von Gebühren, Kosten und Abgaben den Gesamtwert der Performance mindert. Bitte beachten Sie, dass diese Fonds nur für professionelle Anleger konzipiert sind und für andere Anlegertypen nicht geeignet sein könnten.

---

## Kontakt



*Unigestion SA  
Dr. Florian Rehm  
Head of Institutional Clients  
Germany & Austria  
E-Mail: frehm@unigestion.com*



*Unigestion SA  
Julien Malet  
Investment Solutions Manager*

**22.  
Okt**

## Symposium Fünf Jahre Kapitalanlagegesetzbuch: Eine Zwischenbilanz Frankfurt

Das Kapitalanlagegesetzbuch ("KAGB") ist am 22. Juli 2013 in Kraft getreten. Zeit, nach gut 5 Jahren einmal zu analysieren, wo wir mit dem deutschen AIFM-Umsetzungsgesetz – nicht nur im Vergleich zu Luxemburg – stehen. Auch wollen wir offene Auslegungsfragen diskutieren, die in der Strukturierungspraxis weiterhin Schwierigkeiten bereiten.

Die gewonnenen Referenten aus Wissenschaft, Gesetzgebung, Aufsicht und Praxis decken alle Schwerpunkte nicht nur des deutschen Investmentrechts ab, sodass eine substanzhaltige Zwischenbilanz gewährleistet ist.

[Zu Programm und Anmeldeformular](#)

**6.  
Nov**

## LPGP Connect Private Debt Conference Europe Berlin

**Rabatt für BAI-Mitglieder**

LPGP Connect 3rd Annual Europe Private Debt conference brings together 250 LPs and GPs from the global private debt community to analyse the latest trends in the market, discover new investment opportunities and build meaningful business relationships for long-term growth. This event brings together the leading managers and allocators in private credit today including Managing Directors, CEOs, Presidents, Partners & Managing Partners, CIOs, Investment Directors, Heads of Asset Allocation, Heads of Private Credit at Global and local institutional investors.

**8.  
Nov**

## German Private Equity Conference München

**30% Rabatt für BAI-Mitglieder**

The German Private Equity Conference is a one-day event on 8th November 2018 at the Hotel Vier Jahreszeiten Kempinski in Munich. Combining 4 hours of valuable networking opportunities, insightful panel discussions, and inspirational keynote speeches, we provide unrivalled opportunities for deal origination and relationship building. Join more than 50 speakers and 250 top-tier attendees from across the entire private equity deal chain at an exclusive venue for a productive and successful day.

BAI has access to an exclusive promotional code **BAI\_Loyalty** for you to secure your ticket with a 30 % discount. For more information, visit <https://pe-conference.org/germany/> or contact [marketing@pe-conference.org](mailto:marketing@pe-conference.org)

13.  
Nov

## Hamburger Fondsgespräche Hamburg

Seit dem Herbst 2008 finden in Hamburg alljährlich im November die Hamburger Fondsgespräche statt. Die Veranstaltung richtet sich primär an Praktiker aus Emissionshäusern, Managementteams, Sponsoren und Investoren von geschlossenen Fonds. Sie bietet Private Equity- oder Venture Capital-Professionals Gelegenheit, sich über den neuesten Stand der rechtlichen und wirtschaftlichen Entwicklungen im Fondsbereich zu informieren und sich mit Kollegen, Wettbewerbern und sonstigen Branchenkennern auszutauschen.

Die Hamburger Fondsgespräche gehen zurück auf eine Initiative der Kanzleien P+P Pöllath + Partners, Alpers · Wessel · Dornbach und Schnittker Möllmann Partners. Sie erfreuen sich seit ihrer Gründung eines großen Zuspruchs und sind inzwischen fest etablierter Bestandteil der Hamburger Private Equity- und Venture Capital-Szene und der bundesweiten Fondslandschaft.

**Informationen** zum Programm sowie zur **Anmeldung** finden Sie hier:

<http://www.fondsgespraech.de/>

13. - 16.  
Nov

## SuperInvestor Amsterdam

10% Rabatt für BAI-Mitglieder

The #1 LP/GP relations event. Expand your network. Accelerate fundraising.

### Who will you meet?

SuperInvestor attracts 1,100+ world class private equity and venture capital investors.

Meet the decision-makers. 380+ LPs, 490+ GPs. Representing private equity, venture capital, private debt and real assets.

### More time to network

More meeting space will be available than ever before. A host of new features to make networking easier.

### New content. New features. LP/ GP relations in-depth.

Centre stage for 2018: the future of returns, disruptive technology, diversity and an industry in transformation. Plus, brand new Speakers' corner and PE in the headlines newsroom!

### 3 Summits

Private Debt, Fundraising and Secondaries Summits. Pay for 1 summit and attend all 3. Brand new content, a host of new speakers a completely fresh approach for 2018.

Please contact the BAI to receive the discount code.

14.  
Nov

## EURO FINANCE TECH Frankfurt

Rabatt für BAI-Mitglieder

Die Digitalisierung schafft sowohl neue Möglichkeiten als auch Herausforderungen für die Finanzindustrie. Um mit den technologischen Fortschritten mitzuhalten, ist es an der Zeit, die Art und Weise, wie Geschäfte gemacht werden, zu überdenken!

Im Rahmen der sechsten Auflage der EURO FINANCE TECH diskutieren die Experten über die Themen, die den Markt begeistern, umtreiben und verändern.

Diskutieren Sie mit – u.a. über Daten als potentieller neuer Vermögenswert, die neue Welt der InsureTechs, Digital Banking, Blockchain-Anwendungen im Banking, Künstliche Intelligenz und Digital Identity.

Die EURO FINANCE TECH bietet Einblicke in eine sich schnell verändernde Branche und die Finanzindustrie von Morgen.

Den Rabattcode erfragen BAI-Mitglieder bitte bei der Geschäftsstelle.

15.  
Nov

## Sustainable Investors Summit (inkl. Green Finance Forum) Frankfurt

Die Teilnahme ist für BAI-Mitglieder kostenfrei

### Fokus Infrastruktur von Morgen: Chancen für Investoren, Mehrwert für die Gesellschaft!

Im Rahmen der 21. EURO FINANCE WEEK in Frankfurt setzt der [Sustainable Investors Summit](#) am 15. November 2018 den Fokus auf die Finanzierung nachhaltiger Infrastruktur. Die Konferenz gibt Einblicke in nachhaltige Anlageformen in diesem Bereich sowie Best-Practice-Lösungen. Überzeugen Sie sich von unserer anspruchsvollen Agenda und den Referenten – seien Sie Teil einer engagierten, internationalen Community und diskutieren Sie mit. [Anmeldung](#) mit dem Code: BAI\_SIS2018

**19.  
Nov**

## Private Debt Fonds Frankfurt

Dieses Seminar bietet einen umfassenden Überblick über die neue Fondsart der Kredit- bzw. Darlehensfonds. Erfahrene Praktiker informieren insbesondere über:

- die aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen für Kreditfonds in Deutschland;
- die sich bei der Auflegung und dem Vertrieb von Kreditfonds in Deutschland stellenden Fragen aus der anwaltlichen Sicht;
- die Besonderheiten von Kreditfonds aus Sicht der Verwahrstelle;
- die besonderen Anforderungen an das Risikomanagement bei Kreditfonds und
- die Auflegung von Kreditfonds in Luxemburg und den grenzüberschreitenden Vertrieb.

Die ausgewiesenen Experten beantworten gern Ihre Fragen.

**19. - 20.  
Nov**

## FundForum Global ESG & Impact Amsterdam

**15% Rabatt für BAI-Mitglieder**

We're delighted to announce that BAI is supporting the inaugural FundForum Global ESG & Impact conference.

Taking place in Amsterdam from 19 - 20 November 2018, join 150+ asset managers, fund selectors and industry experts sharing best practice and cutting-edge thinking across regulation, portfolio risk, clients, metrics, product innovation and marketing.

Don't miss this unique opportunity to meet business heads looking to future-proof their mainstream business, enhance risk management solutions, create new distribution channels and develop new product expertise to take advantage of this \$2.5 trillion market.

For more information and to register, please visit: <https://goo.gl/518zE6>

Quote VIP code: FKN2649BAI to claim a 15% discount.



AUSFÜHRLICHE  
INFORMATIONEN  
UNTER:  
[WWW.EBS-PFI.DE](http://WWW.EBS-PFI.DE)

# SATTELFEST IN ALTERNATIVEN UND NACHHALTIGEN FINANZANLAGEN

*Kompaktstudiengänge ■ Infrastruktur*  
*■ Private Equity ■ Socially Responsible Investments*

## Kompaktstudium Infrastruktur

- Fokus auf Infrastruktur als Anlageklasse
- Rechtliche, steuerliche und regulatorische Grundlagen
- Formen der Infrastrukturinvestition: Eigen- vs. Fremdkapital
- Infrastrukturanlagen in der Asset Allocation
- Fallstudien über einen kompletten Investitionszyklus
- Credits für Master-Studiengang Wealth Management
- Mit Unterstützung des BAI Bundesverband Alternative Investments e.V.

Start 4. Jahrgang: 10. September 2019

## Kompaktstudium Private Equity

- Fokus auf Private Equity als Anlageklasse
- Rechtliche, steuerliche und bewertungstechnische Grundlagen
- Investmentprozess auf Single- und Dachfondsebene
- Analyse von Private Equity-Produkten und Portfoliobeitrag
- Credits für Master-Studiengang Wealth Management
- Expertenwissen praxisnah vermittelt
- Mit Unterstützung des BAI Bundesverband Alternative Investments e.V.

Start 17. Jahrgang: 16. September 2019

## Kompaktstudium Socially Responsible Investments

- Besonderheiten und Chancen nachhaltiger Investments
- SRI und ESG: Märkte, Strategien, Ratings, Performance, Vertrieb
- Top-Dozenten aus der SRI-Investment- und Beratungspraxis
- Credits für Master-Studiengang Wealth Management
- Umfassend, Cutting Edge Know-how, universitäres Niveau
- Wissensvorsprung für ein stark wachsendes Marktsegment
- Mit Unterstützung von FNG – Forum Nachhaltige Geldanlagen

Start 3. Jahrgang: 23. September 2019



**EBS Executive Education**  
PFI Private Finance Institute /  
EBS Finanzakademie,  
Hauptstraße 31, 65375 Oestrich-Winkel  
Tel.: +49 6723 8888 0, [pfi@ebs.edu](mailto:pfi@ebs.edu)  
[www.ebs-pfi.de](http://www.ebs-pfi.de)

**EBS**  Executive Education

## Vorstellungen von Büchern und Datenbanken

An dieser Stelle im Newsletter möchten wir Ihnen interessante Veröffentlichungen zum Thema „Alternative Investments“ vorstellen. Dies sind neben Büchern auch Datenbanken, herausragende akademische Arbeiten wie Habilitations- und Promotionsschriften oder Diplom/Master-Arbeiten. Wir würden es sehr begrüßen, wenn Sie auch aktiv von der Möglichkeit Gebrauch machen. Bitte wenden Sie sich diesbezüglich an die BAI-Geschäftsstelle unter 0228 969870 oder [gaul@bvai.de](mailto:gaul@bvai.de).



### Datenschutz-Grundverordnung: DS-GVO

*Ehmann / Selmayr*

*C.H.BECK, 2. Auflage, 2018, 1130 S., In Leinen, ISBN 978-3-406-72006-2, 149,00 EUR*

#### **Zum Werk:**

Die Datenschutz-Grundverordnung (DS-GVO) gilt ab dem 25. Mai 2018. Sie führt erstmals in allen EU-Mitgliedstaaten unmittelbar geltendes europäisches Datenschutzrecht für Unternehmen, Privatpersonen und die öffentliche Verwaltung ein. Dies zwingt zu einer weitgehenden Neuausrichtung der bisherigen Datenschutzkonzepte und zu einem grundlegenden rechtlichen Umdenken. Die künftigen Regelungen müssen aus dem Kontext des gesamten Europarechts eigenständig interpretiert werden. Auch dort, wo die DS-GVO noch Spielräume für den nationalen Gesetzgeber lässt, sind diese im Licht der Vorgaben der Verordnung auszulegen und anzuwenden. Die Erwägungsgründe sowie die Rechtsprechung des Gerichtshofs der Europäischen Union haben dabei besonderes Gewicht. Sie sind integraler Bestandteil der Verordnung und bei der Interpretation deshalb ebenso zwingend zu berücksichtigen wie der Normtext selbst.

#### **Vorteile auf einen Blick:**

- Berichtigungen der DS-GVO und Änderungen des österreichischen DSGVO vom Mai 2018 bereits vollständig berücksichtigt
- klare Systematik
- europäischer Blick der Kommentierung
- Einfügung in das Gesamtsystem des Europarechts
- wissenschaftliche Vertiefung an den entscheidenden Stellen

### **Zur Neuauflage:**

Die Neuauflage berücksichtigt die aktuelle Rechtsprechung des EuGH, die ersten Leitlinien der Artikel-29-Datenschutzgruppe zur DS-GVO, die Evaluierung des EU-US-Privacy-Shields sowie die Auswirkungen des Brexits auf Datentransfers zwischen der EU und Großbritannien. Außerdem werden die nationalen Ergänzungsregelungen Deutschlands (Bundesdatenschutzgesetz 2018) und Österreichs (Datenschutzgesetz 2018) zur DS-GVO nachgewiesen, bei der Kommentierung der einschlägigen Bestimmungen der DS-GVO berücksichtigt und aus europarechtlicher Sicht kritisch gewürdigt. Es werden eingehende Hinweise für den praktischen Umgang mit den neuen Vorschriften der DS-GVO sowie den europarechtlichen Auslegungsmethoden gegeben.

### **Zielgruppe:**

Für interne und externe Datenschutzbeauftragte von Unternehmen und Behörden, Geschäftsführer europäisch ausgerichteter Unternehmen, Rechtsabteilungen, Personalabteilungen, Marketingfachleute, Rechtsanwälte, Richter, Rechtswissenschaftler.



### Beck'sches Formularbuch Mergers & Acquisitions

Seibt (Hrsg.)

C.H.BECK, 3., überarbeitete und erweiterte Auflage 2018. 2466 S. Mit Freischaltcode zum Download der Formulare (ohne Anmerkungen). Hardcover (In Leinen), ISBN 978-3-406-69246-8, 189,00 EUR

#### Von »Letter of Intent« bis »Post Merger«.

Das Beck'sche Formularbuch Mergers & Acquisitions bietet zahlreiche Mustertexte, Formulare und Checklisten zu dem gesamten Themenbereich Umstrukturierung und Übertragung von Unternehmen und Unternehmensteilen.

Die ausführlichen rechtlichen Anmerkungen ermöglichen die rasche Entwicklung erfolgreicher und tragfähiger Lösungen zu den verschiedenen Transaktionsphasen beim Unternehmenskauf.

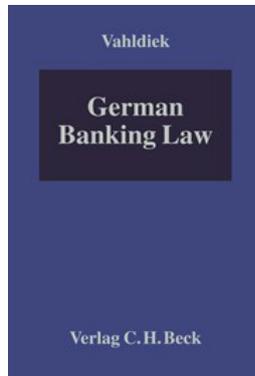
#### Neu: Alle Formulare zum Download

#### Rechtsstand Anfang 2018

Die 3. Auflage wurde komplett aktualisiert und erweitert. Neben zusätzlichen **zweisprachigen Mustern** (Deutsch-Englisch) bietet die Neuauflage Ergänzungen und Vertiefungen zu strategischen Fragen, für spezielle Branchen (beispielsweise IT, Chemie, Automotive), für die Außenwirtschaft und zum Delisting.

#### Zu den Autoren

Der Herausgeber, Prof. Dr. Christoph H. Seibt, LL.M, ist einer der renommiertesten deutschen Gesellschafts- und Unternehmensrechtler. Auch die übrigen Bearbeiter sind in einschlägig tätigen Kanzleien und Notariaten tätig und bringen ihren reichen Erfahrungsschatz in das Formularbuch ein.



## German Banking Law

Vahldiek

C.H.BECK, 15. Auflage, 2018. Loseblatt. Rund 2298 S. 27 gelochte Broschuren im Leinenordner, ISBN 978-3-406-61008-0, 229 EUR Vorteilspreis mit Aktualisierungsservice; 299 EUR Normalpreis ohne Aktualisierungsservice

**Bank- und Kapitalmarktrecht: Übersetzungen immer zur Hand.**

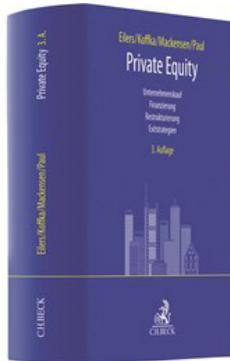
### Deutsch – Englisch

Im zwei- oder mehrsprachigen Umfeld liefert das Werk:

- in synoptischer Form Übersetzungen der für die Praxis besonders wichtigen **Gesetze, Rechtsverordnungen und Verwaltungsvorschriften** aus dem Bank- und Kapitalmarktrecht
- ein über 2000 Einträge umfassendes **Glossar deutscher Rechtsbegriffe** mit ihren englischen Entsprechungen.

### Umfassend zum Bank- und Kapitalmarktrecht

- Kreditwesengesetz
- Solvabilitätsverordnung
- GroMiKV
- Inhaberkontrollverordnung
- Institutsvergütungsverordnung
- Anzeigenverordnung
- MaRisk
- RFT-Leitfaden
- Geldwäschegesetz
- EAEG
- Wertpapierhandelsgesetz
- WpDVerOV
- MaComp
- KAGB und KAVerOV
- Derivateverordnung
- KAMaRisk
- Verwahrstellen-Rundschreiben
- Depotgesetz
- Wertpapierprospektgesetz
- Börsengesetz.



Eilers / Koffka / Mackensen / Paul

*Private Equity*

C.H.BECK, 3. Auflage 2018. Buch. XXVI, 684 S. Hardcover (In Leinen)

ISBN 978-3-406-71062-9, 189 EUR

**Zum Werk:**

Dieses Handbuch folgt dem Lebenszyklus einer Private-Equity-Transaktion. Es wird gezeigt, wie ein Private-Equity-Fonds den Erwerb eines Unternehmens prüft, wie die Vertragsdokumente ausgehandelt werden und welche Rolle der Private-Equity-Investor dabei spielt. Neben der Akquisition des Unternehmens spielen die Strukturierung, Finanzierung und die Beteiligung des Managements eine wichtige Rolle. Dabei reicht die Darstellung über die Halteperiode bis hin zur Ausgestaltung der Veräußerung des Unternehmens durch den Private-Equity-Fonds.

**Inhalt:**

- Der Unternehmenskauf durch einen Private-Equity-Investor (Grundmodell)
- Der Unternehmenskauf börsennotierter Unternehmen und seine Besonderheiten (Public-to-Private)
- Besondere Transaktionen (einschließlich Krisentransaktionen, Immobilien-transaktionen und Joint Ventures)
- Ausgestaltung der Akquisition unter steuerlichen Gesichtspunkten
- Finanzierung
- Beteiligung des Managements
- Halten des Investments durch den Private-Equity-Investor
- Desinvestition (Exit)
- Co-Investments in Familienunternehmen
- Family Offices als Investoren

**Vorteile auf einen Blick:**

- Leitfaden für die komplexen Vorgänge beim Erwerb eines Unternehmens durch einen Private-Equity-Investor
- Darstellung der Interessenlagen der Beteiligten an der Transaktion
- Vertragsmuster und Formulierungsvorschläge

**Zielgruppe:**

Für Unternehmer, Unternehmen und ihre jeweiligen, Professionals aus der Private-Equity-Branche, Unternehmensverkäufer, die Geschäftsführungsebene eines Zielunternehmens.



### Reischauer/Kleinhaus

*Kreditwesengesetz - Loseblatt-Kommentar für die Praxis nebst CRR, Nebenbestimmungen und Mindestanforderungen*

*Erich Schmidt Verlag 2018, Loseblatt Kommentar, 8.233 Seiten in vier Ordnern, ISBN 978 3 503 00060 9, 184 EUR*

#### **KWG/CRR in Hochfrequenz, ungebunden aktuell**

Der „Reischauer/Kleinhaus“ zählt seit Jahrzehnten zu den führenden Werken seines Fachs. Die perfekte Wahl für alle, die mit der beispiellosen Dynamik des Bankenaufsichtsrechts auf höchstem Niveau juristisch Schritt halten.

#### **Erste Referenz zur Bankenaufsicht**

Neben detaillierten Kommentierungen zum KWG bietet der „Reischauer/Kleinhaus“:

- eine vertiefende Erläuterung der wesentlichen Vorschriften der Capital Requirements Regulation (CRR) i. V. m. den betreffenden KWG-Normen in Form von clusterhaften Darstellungen,
- Erläuterungen u. a. der LiqV, der AnzV, der FinaRisikoV und des MaRisk-Regelungstextes,
- Berücksichtigung der technischen Standards der europäischen Aufsichtsbehörde EBA und weiterer wesentlicher Bestimmungen, z. B. EBA-Guidelines,
- eine alphabetische Übersicht der Legaldefinitionen wesentlicher Gesetze und Verordnungen im Aufsichtsrecht.

#### **Weil Aktualität entscheidet: MA Risk-Novelle**

Gegenüber gebundenen Kommentaren hat die ergänzbare Form des „Reischauer/Kleinhaus“ den maßgeblichen Vorteil, auf neue Rechtsentwicklungen angemessen zeitnah zu reagieren – so findet sich bereits Kommentierungen der novellierten MaRisk im Anhang 1 zu § 25a KWG, die in Kürze vollständig sind.

#### **Inhalt der 7. Ergänzungslieferung 2018**

Mit dieser Ergänzungslieferung erhalten Sie eine umfassende Kommentierung der CRR-Regelungen über das harte und zusätzliche Kernkapital sowie das Ergänzungskapital, die im Anschluss an die Kommentierung des § 10 KWG verortet wird. Darüber hinaus wird § 25g KWG über die besonderen organisatorischen Pflichten im bargeldlosen Zahlungsverkehr neu kommentiert.

[www.KWGdigital.de](http://www.KWGdigital.de)