

# EQUITY MARKET NEUTRAL – DIE VIELEN FACETTEN EINER MARKTNEUTRALEN AKTIENSTRATEGIE

# EQUITY MARKET NEUTRAL – DIE VIELEN FACETTEN EINER MARKTNEUTRALEN AKTIENSTRATEGIE

<b>1. Was versteht man unter einer marktneutralen Aktienstrategie („Equity Market Neutral“)?</b>	P. 3
1.1 Geschichte	P. 3
1.2 Verschiedene strategische Ansätze von Equity Market Neutral	P. 3
1.3 Gemeinsamkeiten	P. 3
<b>2. Wer sollte aktienmarktneutrale Strategien in Erwägung ziehen?</b>	
Warum und wann?	P. 3
2.1 Zusammensetzung des Portfolios – eine Ergänzung zu Aktien?	P. 3
2.2 Diversifikationspotenzial	P. 4
2.3 Ein Ersatz für Anleihen?	P. 4
2.4 Woher stammen EMN-Renditen?	P. 5
2.5 Eine „Cash-Plus“-Strategie	P. 5
2.6 Anpassung der Allokationsgröße an EMN-Strategien	P. 6
2.7 Risikofaktoren	P. 6
2.8 Abbau von Portfoliorisiken und Abbau des Betas	P. 6
2.9 Institutionelle Anleger bauen Portfoliorisiken ab	P. 7
2.10 Warum sind EMN Strategien gute UCITS-Kandidaten?	P. 7
<b>3. Selektionskriterien</b>	P. 7
3.1 Geografische Verbreitung	P. 7
3.2 Fundamental, technisch oder beides?	P. 8
3.3 Definition von Neutralität	P. 8
3.4 Generische Faktoren oder Faktoren der nächsten Generation?	P. 8
3.5 Renditequelle	P. 9
3.6 EMN-Kapazität	P. 9
3.7 Portfolioumschlag	P. 9

## 1. Was versteht man unter einer marktneutralen Aktienstrategie („Equity Market Neutral“)?

### 1.1 Geschichte

Als erster Hedgefonds gilt allgemein ein von Alfred Winslow Jones bereits 1949 aufgelegtes Anlagevehikel. Schon dieser Fonds investierte marktneutral (equity market neutral = EMN) sowohl in Long- als auch Short-Aktienpositionen. Eine Strategie, die bis heute von einigen der größten und traditionsreichsten alternativen Investmentmanager, wie zum Beispiel AQR Capital, Two Sigma, Marshall Wace, Man GLG, Systematica und Balyasny Asset Management, sowie von auf diesem Gebiet spezialisierten Managern, wie z. B. Algert Global LLC, umgesetzt wird. Infolge finanz- und datenwissenschaftlicher sowie technischer Fortschritte haben sich EMN-Strategien im Laufe der Jahrzehnte signifikant weiterentwickelt.

Seit einigen Jahren ist der Zugang zu Fonds, die auf einer marktneutralen Aktienstrategie basieren, zudem für einen breiten Anlegerkreis möglich. Während diese in der Vergangenheit vornehmlich großen institutionellen Investoren vorbehalten waren, gibt es heute liquide Alternativen wie UCITS Fonds in Europa, 40 Act Fonds in den USA und börsennotierte geschlossene Fonds. Die Auflegung einiger aktiv gemanagter ETFs ist absehbar. Hedgefonds, die aufgrund ihrer Struktur weiterhin professionellen Investoren vorbehalten sind, haben sich als Portfoliobestandteil von Pensionsfonds oder Versicherungen etabliert. Über eine Milliarde Privatanleger sind so mittelbar bereits in EMN-Strategien investiert.

### 1.2 Verschiedene strategische Ansätze von Equity Market Neutral

Aktienmarktneutrale Strategien lassen sich zunächst in systematisch und diskretionär unterteilen. Systematische EMN können in zwei Sub-Strategien weiter unterteilt werden – Statistical Arbitrage (a) und Fundamental Arbitrage (b). Statistical Arbitrage-Ansätze nutzen technische Inputs, bei denen es sich in erster Linie um historische Kursdaten, möglicherweise aber auch um Volumina handelt. Traditionell beruhten Statistical Arbitrage-Ansätze auf Mean-Reversion-Modellen. Es gibt aber noch viele andere Arten der Mustererkennung. Zu den neuesten Methoden zählen die Technik des maschinellen Lernens sowie die nicht fundamentale Bewertung („non-fundamental scoring“). Faktorbasierte Methoden verwenden hauptsächlich Fundamentaldaten, etwa bilanzielle und wirtschaftliche Daten (können aber für Faktoren wie Momentum auch Kursdaten verwenden).

### 1.3 Gemeinsamkeiten

Bei allen dargestellten EMN-Strategien ist die Abhängigkeit zum Aktienmarkt deutlich geringer als bei einem nur aus Long-Positionen bestehenden Fonds. Sie alle streben danach, ihre Rendite zum größten Teil oder vollständig aus Alpha zu erzielen, nicht aus Beta. Alle haben – über eine oder mehrere einzelne Aktien, Sektoren oder Indizes – Short-Exposure zu Aktien.

## 2. Wer sollte aktienmarktneutrale Strategien in Erwägung ziehen? Warum und wann?

Laut einer kürzlich veröffentlichten Studie von UBS Capital Consulting<sup>1</sup>, stehen für etwa 60 % der befragten Investoren Aktienstrategien im Fokus.

### 2.1 Zusammensetzung des Portfolios – eine Ergänzung zu Aktien?

Wo passen EMN-Strategien ins Portfolio? EMN-Fonds sollten, wie schon der Name vermuten lässt, minimale oder keine gezielte Marktabhängigkeit aufweisen, hiervon abweichende Portfolioeigenschaften werden noch gesondert erläutert. Ihre niedrige Volatilität und die geringe Korrelation zum Aktienmarkt tragen dazu bei, die Volatilität und Drawdowns von Portfolios, die eine große Exposure zum Aktienmarkt haben, zu reduzieren. Aktienmarktneutrale Strategien können daher als Ergänzung zu nur aus Long-Positionen bestehenden Portfolios oder zu stark auf Long-Positionen ausgerichteten Long-Short-Portfolios gesehen werden.

<sup>1</sup>Hedge Fund Landscape Update 2Q 2017

## Risiko und Rendite, Januar 2005 – Dezember 2018<sup>2</sup>

MSCI World Equity	JP Morgan Govt. Bonds	CISDM Index Equity Market Neutral	Jährliche Durchschnittsrendite	Standardabweichung	Risiko-Ertrags-Verhältnis	Sharpe Ratio	Maximaler Drawdown
60 %	40 %	0	4,58 %	8,58 %	0,53	0,37	-35 % (Okt. 08 – Feb. 09)
50 %	40 %	10 %	4,59 %	7,22 %	0,64	0,44	-31 % (Sep. 08 – Feb. 09)
Verbesserung					0,10	0,08	4 %

Quelle: Aquila Capital Concepts GmbH, Bloomberg

## 2.2 Diversifikationspotenzial

Die Beimischung von aktienmarktneutralen Strategien verbessert das Rendite-Risiko-Profil des Gesamtportfolios stärker als etwa Long-/Short-Fonds oder Hedgefonds im Allgemeinen. Das liegt daran, dass

die Indizes aktienmarktneutraler Strategien, wie nachfolgend dargestellt, fast immer geringere Korrelationen zu den Aktienmärkten aufwiesen als Indizes von Long-/Short-Aktienstrategien.

## Korrelation zum MSCI World Equity Index, Januar 2005 – Dezember 2018<sup>2</sup>

Aktienmarkt-neutraler Index	HFRX	HFRI	BarclayHedge	CISDM	Durchschnitt
Korrelation	0,12	0,56	0,28	0,48	0,36
Long-Short-Aktienindex	HFRX	HFRI	BarclayHedge	CISDM	Durchschnitt
Korrelation	0,81	0,92	0,85	0,88	0,86

Quelle: Aquila Capital Concepts GmbH, Bloomberg

In vielen Long-/Short-Aktienfonds sind Long-Positionen deutlich übergewichtet und können somit eine verhältnismäßig hohe Korrelation zu den Aktienmärkten aufweisen. Die rollierende Korrelation schwankt im Laufe der Zeit, da einige Long-/Short-Aktienfonds einzelne Positionen hedgen oder ihr Exposure zeitweise reduzieren. Im Durchschnitt jedoch behalten sie ein nicht unerhebliches Aktien-Beta bei.<sup>3</sup>

Das wiederum impliziert, dass diese Manager, ähnlich wie bei globalen Makrostrategien, gezieltes direktionales Engagement am Markt vornehmen).

## Volatilität aktienmarktneutraler Indizes, Januar 2005 – Dezember 2018

Aktienmarkt-neutraler Index	HFRX	HFRI
Volatilität	3,55 %	2,60 %

Quelle: Aquila Capital Concepts GmbH, Bloomberg

Aktienmarktneutrale Anlagen weisen also einige Gemeinsamkeiten mit Anleihen auf. Würde in einem Portfolio mit einem Anleihen-Anteil von 40 % die Hälfte durch aktienmarktneutrale Anlagen ersetzt, hätte dies auf das Rendite-Risiko-Profil nur geringfügige Auswirkungen. Das Zinsdurationsrisiko hätte sich jedoch erheblich verringert.

## 2.3 EMN-Strategien als Ersatz zu Anleihen

Wie nachfolgend dargestellt, weisen viele aktienmarktneutrale Strategien ein Volatilitäts- und Renditeniveau auf, das dem von festverzinslichen Anlagen entspricht. Die Volatilität der meisten aktienmarktneutralen Indizes liegt 1 % über oder unter dem J.P. Morgan Government Bond Index, während die Volatilität der nur aus Long-Positionen bestehende Aktienfonds im Durchschnitt etwa fünfmal so hoch ist die des genannten Index.

<sup>2</sup> Die dargestellte Analyse bezieht sich auf einen Zeitraum von Januar 2005 bis Dezember 2018 und verwendet ganze Kalenderjahre. 2005 wurde als Startpunkt der Berechnungen gewählt, um sowohl stabile Marktperioden, als auch sehr volatile Marktperioden – wie z. B. 2007 und 2008, zu berücksichtigen.

<sup>3</sup> Bitte beachten Sie, dass der Barclayhedge Long-/Short-Aktienindex in gewisser Weise einen Sonderfall darstellt, da dort auf Long-Positionen ausgerichtete Long-/Short-Aktienmanager in einem gesonderten Index zusammengefasst werden. Praktisch bedeutet dies, dass der Barclayhedge Long-/Short-Aktienindex ein variabler Bias-Index ist).

## Risiko und Rendite, Januar 2005 – Dezember 2018

MSCI World Equity	JP Morgan Govt. Bonds	CISDM Index Equity Market Neutral	Jährliche Durchschnittsrendite	Standardabweichung	Verhältnis
60 %	40 %	0	4,58 %	8,58 %	0,53
60 %	20 %	20 %	4,59 %	7,22 %	0,64

Quelle: Aquila Capital Concepts GmbH, Bloomberg

Es ist jedoch fraglich, ob sich die Wertentwicklung von Anleihen während der letzten zwölf Jahre auch in der Zukunft fortsetzen wird und ob es sinnvoll ist, Aktien durch Anleihen zu ersetzen. Ein wesentlicher Bestandteil von Anleiherenditen stammt nicht aus ihrem laufenden Ertrag, sondern aus Veräußerungsgewinnen aufgrund niedrigerer, ihre Bewertung erhöhender Zinssätze. Angesichts des aktuellen Zinsniveaus wäre eine vergleichbare Entwicklung entsprechend nur möglich, wenn einige Anleiherenditen negativ würden und andere noch tiefer in den negativen Bereich rutschten.

Wenn stattdessen die Zinssätze wieder auf ein im historischen Durchschnitt normales Niveau steigen, dürfte sich durch aktienmarktneutrale Anlagen die Zinssensitivität festverzinslicher, für Zinserhöhungen anfälliger Vermögenswerte vermeiden lassen. Die Annahme, dass festverzinsliche Anlagen einen positiven Diversifikationseffekt auf Aktien haben, lässt sich anzweifeln, da die beiden Anlagenklassen gleichzeitig zurückgehen könnten.

### 2.4 Woher stammen EMN-Renditen?

In einem von Niedrig- bzw. Nullzinsen geprägten Umfeld ergeben sich Renditen hauptsächlich aus der Differenz zwischen der Performance von Long- und Short-Positionen abzüglich Fondsgebühren und Kosten. Marktneutrale Strategien sind von der Marktrichtung unabhängig. Das bedeutet, sie können sich während einer Aktienhausse ebenso behaupten wie während einer Aktienbaisse oder in

einem seitwärts tendierenden Markt. Wenn und falls sich die Zinssätze normalisieren, können Zinsen auf überschüssige Barmittel (abzüglich Fondsgebühren und Kosten) ebenfalls einen erheblichen Beitrag zur Rendite leisten. (Das gilt auch für das Jahr 2017, wenn ein US-Dollar Zufluss gegen eine höher verzinsliche Währung abgesichert wurde).

### 2.5 Zur „Cash-Plus“-Strategie

Aktienmarktneutrale Strategien sind zudem liquiditätswirksam und profitieren von Zinssteigerungen. Da das Long-Buch aktienmarktneutraler Strategien im Wesentlichen durch die Erlöse aus Short-Verkäufen finanziert wird, beruhen aktienmarktneutrale Strategien auf Barmittel-Überschüssen, die bis zu 70 % des Nettovermögenswerts (net asset value, NAV) betragen können und somit signifikante Zinserträge erwirtschaften können. Die EMN-Strategie kann daher in gewissem Umfang als Zinsen auf Barmittel erwirtschaftende „Cash-plus“-Strategie angesehen werden – zuzüglich oder abzüglich eines durch die Aktienausswahl generierten Alphas.

Die Höhe der Barmittel-Überschüsse ist zum großen Teil eine Leverage-Funktion. Die nachstehende Tabelle verdeutlicht, wie sich die Höhe des Barmittelbestands unter Annahme einer 15 %-igen Marge auf Aktien je nach Leverage unterscheiden kann. Die Höhe der Margen variiert natürlich je nach Markt und Aktie; sie kann sich außerdem im Zeitverlauf verändern.

NAV	Leverage	Durchschn. Marge in %	Long	Short	Freie Barmittel	Margenvorgabe für Short Positionen	Überschuss nach Marge
100	2	15	100	100	0	-30	70
100	3	15	150	150	-50	-45	55

Quelle: Aquila Capital Concepts GmbH, hypothetische Berechnung

## 2.6 Anpassung der Allokationsgröße an EMN-Strategien

Bei der Portfolio-Allokation stellen Investoren ihre Renditeziele, Risikoneigung und Liquiditätspräferenzen jenen von aktienmarktneutralen Strategien gegenüber. Die Durchführung einer Mittelwert-/Varianz-Optimierung des Portfolios, bereinigt um Liquiditätstoleranzen, weist häufig auf eine erhebliche Allokation in zahlreiche aktienmarktneutrale Strategien hin. Komplexere Theorien der Portfolio-Allokation berücksichtigen Faktorenengagements – welche sich je nach aktienmarktneutralem Manager stark unterscheiden können.

## 2.7 Risikofaktoren

Der größte Risikofaktor dürfte das aktienspezifische Risiko bzw. das Faktorisiko sein. Genauer gesagt: Das Risiko besteht in einem negativen Alpha aus einem Long-Buch, dessen Performance insgesamt hinter der des Short-Buchs zurückbleibt. Aus dem Short-Buch ergibt sich das zusätzliche Risiko, dass Aktiendarlehen gekündigt werden oder sich verteuern. Die Wertpapierleihe kann zudem ein Kontrahentenrisiko bergen. Wird die Portfolio-Zusammenstellung von historischen oder prognostizierten Korrelationsmustern zwischen Wertpapieren, Sektoren, Märkten und Regionen abhängig gemacht, können unerwartete Korrelationsmuster aufgrund des Portfoliorisikos zur Über- oder Unterschreitung von Zielen führen und Verluste verursachen.

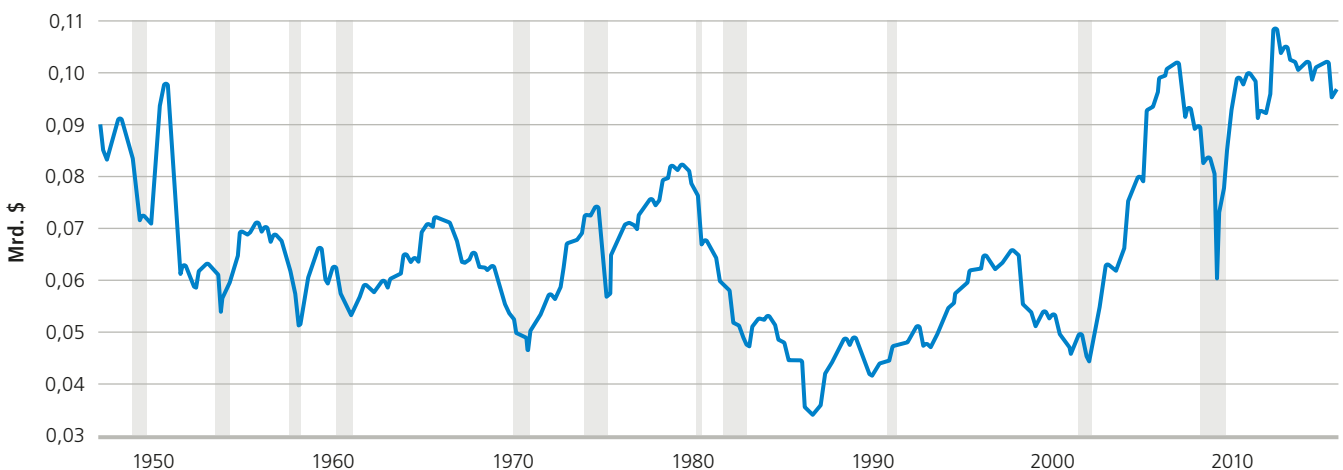
## 2.8 Abbau von Portfoliorisiken und Abbau des Betas

Viele institutionelle Investoren müssen ihr Aktien-Exposure aus verschiedenen Gründen reduzieren. Sie haben möglicherweise ein von Fälligkeiten geprägtes Verbindlichkeitsprofil; Solvabilitäts- und Kapitaladäquanzvorschriften können für nur aus Long-Positionen bestehende Aktienengagements Sanktionen vorsehen und einige Pensionsfonds sind sogar per Saldo mit negativen Mittelflüssen konfrontiert.

Investoren, die von diesen Beschränkungen nicht betroffen sind, möchten ihr Aktien-Exposure oftmals auch verringern, wenn sie der Meinung sind, dass Aktien hoch bewertet sind. Die Festsetzung eines absoluten Markthöchstwerts hat keinen Sinn, doch einige Investoren passen ihre Portfolios schrittweise an, indem sie ihr Exposure in höher bewertete Anlagenklassen reduzieren und in andere Anlageklassen umschichten.

Absolut gesehen sind Aktien nicht teuer, was daran liegen dürfte, dass sich der Nenner des Kurs-Gewinn-Verhältnisses auf einem historischen Höchststand befindet. Laut den nachstehenden Daten der St. Louis Fed nähert sich der Anteil der Unternehmensgewinne am amerikanischen BIP seinem Höchststand.

### Unternehmensgewinne nach Steuern (ohne IVA und CCA<sub>di</sub>)/Bruttoinlandsprodukt

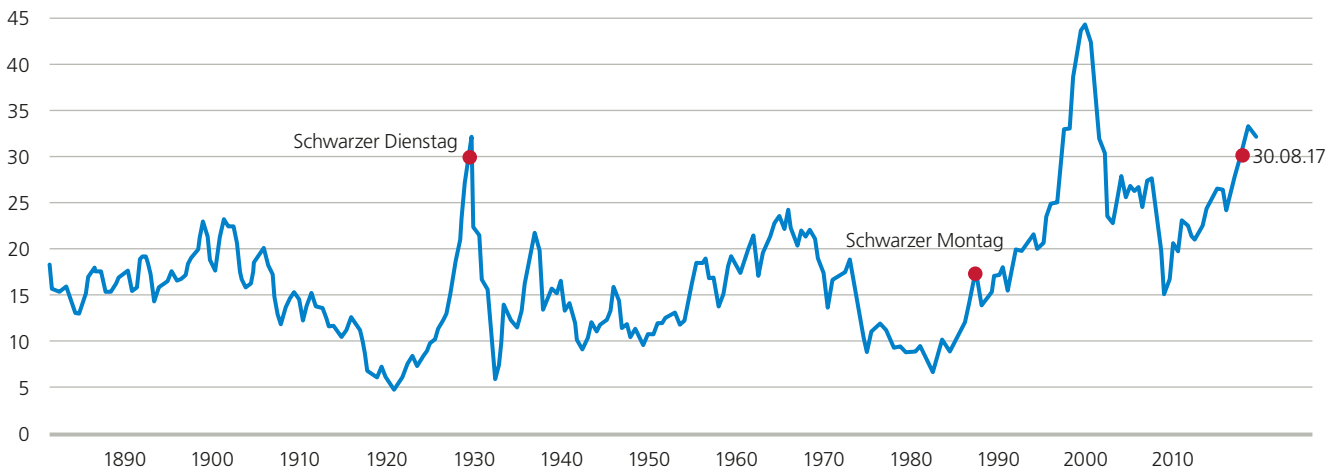


Quelle: [fred.stlouisfed.org/https://fred.stlouisfed.org/graph/?g=1Pik](https://fred.stlouisfed.org/graph/?g=1Pik)

Die amerikanischen Unternehmensgewinne erreichten schon vor einigen Jahren ihren Höchststand und die Hausse am amerikanischen Aktienmarkt war zuletzt nicht auf Gewinnsteigerungen, sondern auf zahlreiche Expansionen (möglicherweise auch auf erhoffte Steuerensenkungen) zurückzuführen. Die Unternehmensgewinne könnten zurückgehen, wenn der Anteil der Arbeitnehmerentgelte am BIP, bedingt etwa durch höhere Mindestlöhne in vielen amerikanischen Bundesstaaten und den Lohndruck in China und Osteuropa, größer wird.

Ist ein Investor der Ansicht, dass sich die Unternehmensgewinne auf einem relativ hohen Niveau befinden, kann er stattdessen ein zyklisch bereinigtes Kurs-Gewinn-Verhältnis wie das nachfolgend dargestellte Shiller-KGV ins Auge fassen. Dessen derzeitiger Stand bei etwa 30 ist ungefähr doppelt so hoch wie der historische Median von annähernd 15, auch wenn er immer noch unter den im Jahr 2000 auf dem Höhepunkt der TMT-Blase erreichten Höchstwerten liegt. Davon ausgehend werden amerikanische Aktien – die etwa die Hälfte der weltweiten Marktkapitalisierung ausmachen – über dem historischen Durchschnitt bewertet.

## Shiller-KGV



Quelle: <http://www.multip.com/shiller-pel>

Im Vergleich zu Renditen aus Staats- oder Unternehmensanleihen sind Aktien natürlich nicht hoch bewertet. Im Gegenteil: Laut Yardeni Research deutet das Fed-Modell darauf hin, dass Aktien unterbewertet sind. Und zum jetzigen Zeitpunkt herrscht Einigkeit darüber, dass die Fed die Zinsen bis 2019 nicht wieder erhöhen wird. Einstimmige Zinsprognosen sind jedoch recht unbeständig und häufig falsch. Kehren die Zinssätze zu normalen historischen Werten zurück, erscheinen Aktien nicht mehr als relativ preiswert.

Wie erwähnt, bedeuten höhere Zinsen Gutes für die absolute Höhe aktienmarktneutraler Renditen.

Abgesehen von Zinsen auf Barmittel werden Renditen vor allem aus der Differenz zwischen der Wertentwicklung des Long-Buchs und des Short-Buchs erzielt. Eine größere Querschnittstreuung von Renditen erweitert daher die Möglichkeiten für das aktive Management im Allgemeinen und aktienmarktneutrale Strategien im Besonderen. Wissenschaftliche Studien wie diese <http://www.q-group.org/wp-content/uploads/2014/01/Cross-Sectional-Dispersion.pdf> bestätigen, was wir intuitiv erwarten würden. In der Zeit nach der Kreditkrise befand sich die Aktienstreuung meistens auf einem niedrigen Niveau. Ende 2016 und im Jahr 2017 begann sie wieder zu steigen.

## 2.9 Institutionelle Anleger bauen Portfoliorisiken ab

Im Oktober 2014 befragte die Gruppe „The Institutional Investor Custom Survey“ Pensionsfonds, die Vermögen im Wert von USD 1,9 Mrd. oder mehr verwalten. Dabei stellte sie fest, dass 42 % der Pensionsfonds Aktienallokationen verringerten, während 35 % Allokationen in alternative Investments erhöhten.

## 2.10 Warum sind EMN Strategien gute UCITS Fonds-Kandidaten?

Obwohl es in der Regel möglich ist, eine Offshore-Strategie in ein UCITS-Format zu überführen, sollte dies nicht auf Kosten der Performance erfolgen. EMN-Strategien sind tendenziell einfach zu replizieren, da sie gut in den UCITS-Mantel passen. Sie handeln Aktien, die der UCITS-Richtlinie entsprechen und obwohl sie keine Short-Positionen im Rahmen einer UCITS-Struktur verwenden dürfen, können sie diese über Contracts for Difference (CFDs) darstellen. Des Weiteren vermeiden EMN-Manager es, bestimmte Länder- oder Branchen-Exposures einzugehen, was ein breites Anlageuniversum und ein diversifiziertes Portfolio zur Folge hat. So ist sichergestellt, dass Emittentenrisikovorgaben und Risikostreuungsgrenzen eingehalten werden. Ferner weisen EMN-Strategien eine hohe Liquidität auf und sind somit nicht durch Vorschriften für Kreditbeschränkungen eingeschränkt.

## 3. Selektionskriterien

Einige Kriterien gelten für jeden Hedgefonds-Auswahlprozess. Ein möglichst langer Track Record stabiler Renditen über Markt- und Konjunkturzyklen – etwa die Krise des Jahres 2008 und Zeiträume hoher Korrelation zwischen Aktien – hinweg gilt als Beleg für die Robustheit, Anpassungsfähigkeit und Vielseitigkeit einer Strategie.

### 3.1 Geografische Verbreitung

Aktienmarktneutrale Strategien können auf bestimmte Regionen oder global ausgerichtet sein. Für Anleger, die seit 2009 nur in Long-Positionen investieren, haben amerikanische Aktien europäische und asiatische Werte deutlich hinter sich gelassen. Da jedoch marktneutrale Strategien nur geringe oder keine gezielten Risiken eingehen, ist das Potenzial der Alpha-Generierung von größerer

Relevanz. Viele Studien deuten darauf hin, dass amerikanische Nebenwerte und außeramerikanische Aktien möglicherweise weniger effiziente Märkte sind, die mehr Raum für Alpha lassen.

Das von Grinold und Kahn formulierte Gesetz des aktiven Managements beschreibt, dass sich der Informationskoeffizient („Information Ratio“) aus den Fähigkeiten, multipliziert mit der Breite bzw. Anzahl unabhängiger Anlagemöglichkeiten, errechnet. Eine Dimension der Breite ist die geografische Abdeckung. Dies kann die Anlagemöglichkeiten erweitern – zum Teil auch deshalb, weil interregionale Korrelationen sehr niedrig sein können.

Das Anlageuniversum hat sich für aktienmarktneutrale Strategien teilweise erweitert. Die Entwicklung der Wertpapieranleihemärkte ermöglicht, die Leerverkäufe von Aktien insbesondere in Asien auszuweiten. Viele Manager haben das ausgenutzt und ihren Wirkungskreis um japanische, asiatische (ohne Japan), kanadische, lateinamerikanische und andere Aktien von Schwellenländern erweitert.

### 3.2 Fundamental, technisch oder beides?

Statistical Arbitrage weist eine geringe Korrelation zum vollständigen Universum aktienmarktneutraler Strategien auf, die teilweise oder vollständig auf den Input von Fundamentaldaten beruhen können. Zum Beispiel betrug die Korrelation des aktienmarktneutralen Index CISDM zwischen Januar 2005 und Dezember 2016 nur 0,32 zum BAIF-Equity Statistical Arbitrage Hedge Funds Domiciled Globally. Eine Allokation in sowohl Statistical Arbitrage als auch in fundamental ausgerichtete Ansätze kann daher die Diversifikation für das Gesamtportfolio erhöhen.

### 3.3 Definition von Neutralität

Die Tatsache, dass die Korrelation der Indizes aktienmarktneutraler Strategien zum Aktienmarkt von 0,1 bis 0,6 variieren, veranschaulicht die Vielfältigkeit dieser Strategie.

Die Bezeichnung einer Strategie als „aktienmarktneutral“ sollte Anleger nicht davon abhalten, jede Strategie detailliert zu analysieren. Aktienmarktneutralität kann in vielen Dimensionen gemessen werden. Die Parameter, anhand derer Neutralität definiert wird, sind subjektiv.

Das einfachste Konzept von Marktneutralität ist ein Portfolio, dessen Long-Buch dieselbe nominale Größe wie das Short-Buch aufweist, was ein Netto-Exposure von 0 % bedeutet (wobei ein Netto-Exposure mit einer Bandbreite von  $\pm 5\%$  bis 10 % meist als marktneutral bewertet wird). Der Fehler ist offensichtlich: Wäre das Beta auf beiden Seiten des Portfolios deutlich erhöht, könnte das Portfolio ein erhebliches beta-bereinigtes Markt-Exposure aufweisen. Beta wird in sehr unterschiedlichem Ausmaß toleriert. Die aktienmarktneutrale Kategorie von Morningstar liegt im Bereich eines realisierten Aktien-Betas von +0,3 bis -0,3, während andere Anleger eine viel schmalere

Bandbreite von +0,2 bis -0,2 oder sogar von +0,1 bis -0,1 erwarten würden. Strategien mit einem minimalen oder gar keinem Beta können als „beta-neutral“ angesehen werden.

Aber auch dann, wenn die Steuerung auf das Markt-Beta ausgerichtet wird, gibt es zahlreiche andere Risiken:

- Land
- Währung
- Industriesektor

und verbreitete Risikofaktoren oder -arten wie:

- Wert
- Dynamik
- Wachstum
- Qualität
- Umfang der Marktkapitalisierung

Zur Isolierung des reinen aktienspezifischen Risikos müssten die „strengsten“ oder reinsten marktneutralen Strategien all diese anderen Risiken konstant halten. Das dabei verfolgte Ziel würde häufig auf Pair Trading hinauslaufen. Dies in die Praxis umzusetzen, wäre kompliziert. Es könnte eine häufige Umschichtung des Portfolios nach sich ziehen und hohe Transaktionskosten verursachen. Die meisten marktneutralen Strategien lassen daher einen begrenzten Spielraum für das Risikofaktoren-Exposure zu.

Investoren müssen ermitteln, welche Risikofaktoren neutralisiert oder eingedämmt und welche in Kauf genommen werden. Backtests so genannter „Smart Beta“-Strategien deuten darauf hin, dass durch die Betonung bestimmter Faktoren hohe Renditen erzielbar gewesen wären. Die Beibehaltung eines stringenten, strukturellen Exposures im Hinblick auf verbreitete Faktoren birgt allerdings die Gefahr, dass dort, wo die Faktoren bereits gut verstanden werden, ihre Fähigkeit zur Alpha-Generierung im Laufe der Zeit schwächer wird oder einfach nicht mit den aktuellen Zyklen übereinstimmt. Zum Beispiel hat der viel gepriesene Faktor „Value“ über mehrere Jahrzehnte überdurchschnittlich abgeschnitten. Im letzten Jahrzehnt jedoch ist er stark hinter den Erwartungen zurückgeblieben. Portfolios können daher von der Flexibilität profitieren, als zusätzliche Quelle für Alpha taktisch und dynamisch auf bestimmte Faktoren hin oder in die Gegenrichtung ausgerichtet zu werden. Genauer gesagt: Strategien, bei denen sich die Renditen weniger durch generisches Faktor-Exposure erklären lassen, können attraktiver sein.

### 3.4 Generische Faktoren oder Faktoren der nächsten Generation?

Wichtiger noch: Proprietäre wie neue Faktoren und Datenquellen unterscheiden mit größerer Wahrscheinlichkeit eine Strategie von der wachsenden Palette eher generischer Produkte, die gut verstandene



Risikofaktoren nachvollziehen. Zu den moderneren Faktoren zählen Verhaltensmuster und kognitive Vorurteile, die in umsetzbare Signale kodifiziert werden. Zur wissenschaftlichen Erforschung der grundlegenden Verankerung zählt die Studie von Richardson, Sloan und You aus dem Jahr 2012, durch die nachgewiesen wurde, dass Moden bei der Bestimmung von Aktienkursen genauso wichtig sein können wie Fundamentaldaten – und dass die beiden Faktorengruppen zusammen mehr Erklärungskraft besitzen als jede für sich genommen. Einige Manager erweitern ihren Horizont, indem sie sich auf eine wachsende Zahl von Datensätzen stützen – auf unstrukturierte Daten ebenso wie auf traditionelle Fundamental-, Preisbildungs- und Kapitalflussdaten. Aufschlussreiche Daten können Apples App Store sowie Daten aus Options- und Wertpapierleihmärkten sein. Techniken wie Text-Mining und Natural Language Processing (NLP, natürliche Sprachverarbeitung) werden dazu genutzt, um Rückschlüsse aus den Mitschriften der Telefonkonferenzen von Unternehmen zu ziehen. Diese vielfältigen Eingaben können sich widersprechende Signale hervorbringen. Um brauchbare Schlussfolgerungen ziehen zu können, müssen sie daher aggregiert werden. So innovativ der Prozess auch sein mag – das Ergebnis könnte trotz allem aus etwas überladenen Positionen bestehen. Einige Manager versuchen daher bewusst, überladene Exposures zu verringern, indem sie deren Korrelation zu anderen Hedgefonds ebenso überwachen wie die Überschneidung mit anderen Hedgefonds im Hinblick auf Eigentumsverhältnisse und Leerverkäufe.

### 3.5 Renditequelle

Aquila Capital bevorzugt Strategien mit einem sehr nahe bei Null liegenden Beta zum MSCI World und präferiert Renditen, die zum Großteil nicht auf den generischen Faktoren Qualität, Value und Dynamik basieren.

### 3.6 EMN-Kapazität

Ein langsamerer Portfolioumschlag erhöht die Kapazität einer Strategie, da größere Mengen ohne Marktauswirkungen über längere Zeiträume gehandelt werden können. Kapazitätsengpässe ergeben sich eher aus dem Short-Buch, da die Wertpapierleihe nur begrenzt zur Verfügung steht und ihre Kosten mit dem benötigten Volumen steigen können. Aktienmarktneutrale Strategien, die auf der Short-Seite Indizes verwenden, sind eher skalierbar, bieten aber eindeutig keine Chance, aus Short-Positionen Alpha zu generieren. Von einer Anzahl führender aktienmarktneutraler Strategien, beispielsweise den von Marshall Wace und Two Sigma verfolgten, wird angenommen, dass ihre verfügbare Kapazität äußerst begrenzt ist.

### 3.7 Portfolioumschlag

Wenn aktienmarktneutrale Strategien wie Statistical Arbitrage über Zeiträume von einem oder mehreren Tagen gehandelt werden, ist die in Gestalt von Transaktions- und Handelskosten zu nehmende Hürde höher. Ein langsamerer Portfolioumschlag und längere Haltefristen verringern diese potenzielle Belastung der Renditen.

## Kontakt Aquila Gruppe

Valentinskamp 70

20355 Hamburg

Deutschland

Tel.: +49 (0)40 87 50 50-199

E-mail: [info@aquila-capital.de](mailto:info@aquila-capital.de)

Web: [www.aquila-capital.de](http://www.aquila-capital.de)

Hamburg · Frankfurt · München · Luxemburg · London · Prag · Madrid · Oslo · Feilding · Zürich · Tokyo

**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 Gesellschaften 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: 31.12.2018.