

STATA STEM ENT



*Wie Risikomanagement
hilft, Renditeziele zu erreichen*

LOHNT SICH DER LOCK IN?

Komplexitätsprämien: Ist die Umsetzung von Investments in Private Debt und Infrastruktur ebenso lohnend wie komplex? Gehen wir der Frage auf den Grund.
22. November 2016 in Köln, Hotel Excelsior

Die portfolio institutionell summits
sind ein Invitation-only-Event für institutionelle Anleger.
Information: Julia Dingerling, Tel.: +49 (0)69 8570 8119
Mail: j.dingerling@portfolio-verlag.com



DIE EVOLUTION DES RISIKOMANAGEMENTS

Patrick Eisele
Chefredakteur
portfolio institutionell

Risikomanagement ist spätestens seit den schweren Verlusten auf dem Aktienmarkt anno 2002 für institutionelle Investoren ein Dauerthema. Dieses hat sich in Form von CPPIs (Constant Proportion Portfolio Insurance), Overlays oder Risikobudgetierungen im vergangenen Jahrzehnt bewährt oder zumindest geholfen, das Schlimmste zu verhindern. Risikotechnisch weniger überzeugen konnten dagegen in der vergangenen Dekade Absolute-Return-Strategien.

Mehr und mehr an Bedeutung gewinnt dagegen das Thema Nachhaltigkeit, das sich in der Vergangenheit gerade über den Faktor Corporate Governance risikoreduzierend auswirkte. Ausschlüsse aus Nachhaltigkeitsgesichtspunkten, so wenden Nachhaltigkeits-skeptiker ein, mögen aus ethischer Sicht korrekt sein, seien portfoliotheoretisch aber gefährlich. Studien haben jedoch gezeigt, dass durch Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsfaktoren risikoadjustiert bessere Renditen möglich sind. Beispielsweise senkt der Ausschluss von Unternehmen, deren Corporate Governance verbesserungswürdig ist, die Gefahr von Tail-Risiken. Schlussendlich kommt es darauf an, wie rigoros die Ausschlüsse erfolgen beziehungsweise wie konzentriert sich das Portfolio am Ende gestaltet. Je konzentrierter, desto schlechter die risikoadjustierten Renditen.

Zu Governance-Risiken hinzuzufügen ist, dass gerade deren Beachtung die Downside limitiert. Die Berücksichtigung der Corporate Governance ist insbesondere für Bond-Investoren interessant. Das asymmetrische Risikoprofil von Anleihen machte sich bei den Governance-Problemfällen Enron, Parmalat und Worldcom bemerkbar.

In den vergangenen Jahren kam es, auch mangels sicheren Zinsen, bei Alternativen Investments, wie Immobilien, Infrastruktur und Hedgefonds, aber insbesondere auch bei Faktorprämien zu einer intensiven Auseinandersetzung mit Risikomanagement-Fragen. Bezüglich Faktorprämien beziehungsweise Smart Betas müssen sich Investoren zunächst damit auseinandersetzen, welche Faktoren überhaupt eine nachhaltige Risikoprämie abwerfen und auch die Gründe hinterfragen, warum dies so ist.

Risikomanagement bei Faktorprämien

Um Faktorstrategien sinnvoll einzusetzen, muss aber auch eine sorgfältige laufende Analyse des bestehenden Faktor-Exposures erfolgen. Laut einer von I-Shares einberufenen Smart-Beta-Expertendiskussion sind sich viele Investoren oftmals gar nicht bewusst, dass ihr Portfolio auch einen Tilt hin zu unerwünschten und gegebenenfalls nicht vergüteten Faktorrisiken aufweist. So kaufe man sich mit Momentum höhere Drawdowns ein, bei Minimum-Volatility- oder Minimum-Risk-Ansätzen sei das Risikoprofil dagegen geringer. Zu beachten ist aber vor allem eines: Gerade die Faktorprämien Minimum Volatility und Minimum Risk weisen sehr starke Zuflüsse auf und die entsprechenden Indizes sind überdurchschnittlich stark gestiegen. Nicht auszuschließen ist darum, dass sich dieses Low-Beta-Risikoprofil im Falle eines Markt-Crashes einmal umdreht.

Am Ende spitzen sich Risikomanagement-Diskussionen aber immer auf einen Punkt hin zu: Diversifikation ist die Mutter aller Risikovermeidung. Dies gilt nicht zuletzt für Faktorprämien.

RISIKEN OPTIMAL MANAGEN

Wie Wertuntergrenzen verteidigt und gleichzeitig Zielrenditen erreicht werden können

Der Kapitalmarkt ist geprägt von einem historisch niedrigen Zinsniveau sowie hohen Volatilitäten. Die Einflussfaktoren werden zunehmend vielfältiger und komplexer – neben ökonomischen Ursachen spielen längst auch geopolitische Konflikte eine immer größere Rolle. In dieser Situation steht bei institutionellen Investoren dem Ziel nach attraktiven Renditen eine hohe Sensibilität gegenüber möglichen Verlusten gegenüber. Renditeträchtige Produkte bleiben im Fokus, das damit verbundene Risiko eines Drawdowns soll aber möglichst vermieden werden. Die Folge: Die Risikokontrolle wird essenziell. Hinzu kommt ein weiterer wichtiger Aspekt: Die zunehmende Regulierung zwingt Investoren dazu, das Risikokapital weiter zu optimieren. Ausgefeilte Methoden für ein effizientes Risikomanagement sind das Gebot der Stunde.

Lautete früher das Ziel, bei einem vorhandenen Risikobudget eine maximale Rendite zu erzielen, steht heute die Frage nach der Höhe des Risikobudgets am Anfang aller Überlegungen, an der sich die Asset-Allokation und Zielrendite ausrichten. Die BayernInvest reagiert auf diese Herausforderungen und das sich verändernde Investmentumfeld mit leistungsstarken Lösungen. Im Fokus stehen neu entwickelte Produkte und Strategien wie beispielsweise „Aktien Absolut Return Dividende“ und „Smart Beta Global Low Volatility“ (siehe Artikel auf den Seiten 6 und 7).

Das Risikomanagement als fester Bestandteil ganzheitlicher Investmentprozesse hat die BayernInvest von Anfang an aktiv

mitbegleitet und verfügt heute in diesem Bereich über ein hohes Maß an Expertise und Erfahrung. Der weitere Ausbau des Risiko- und Overlay-Managements für institutionelle Kunden zählt deshalb zu den Schwerpunktthemen in den nächsten Jahren.

Risiko-Overlay oder integriertes Risikomanagement

Die entscheidende Frage für institutionelle Investoren lautet heute: Wie lassen sich Anlageportfolios in herausfordernden Marktphasen gegenüber einem Wertverlust absichern, ohne dabei das Chancenpotenzial aus dem Auge zu verlieren? Der Schlüssel zur Beantwortung dieser Frage liegt in der Nutzung dynamischer, asymmetrisch ausgeglichener Strategien der Portfoliosteuerung. Mit asymmetrischen Auszahlungsprofilen partizipiert das Portfolio in positiven Marktphasen an der Marktrisikoprämie; auf der anderen Seite werden Drawdowns in negativen Marktphasen reduziert. Ein solcher Ansatz lässt sich beispielsweise mit einem dynamischen Risikomanagement mit breiter Diversifikation umsetzen.

Strategien für liquide Asset-Klassen

Risiken in liquiden Asset-Klassen wie Staatsanleihen und Aktien, für die Derivatemärkte existieren, lassen sich mittels Overlay-basierter Options- oder Future-Strategien hedgen. Ziel dieser Strategien ist die konfidente Verteidigung einer Wertuntergrenze zum Ende einer Betrachtungsperiode. Die Absicherung orientiert sich an den Asset-Klassen beziehungsweise Anlagestrategien der einzelnen Subfonds. Jeder Subfonds erhält ein eigenes Risikobudget sowie eine

eigene Absicherungsstrategie. Gemeinsamer Nenner der Absicherungsstrategien ist ihr regelbasierter Ansatz, wobei das Risikopotenzial des Anlagevermögens ins Verhältnis zum vorhandenen Risikobudget gesetzt wird.

Die Marktrisiken werden typischerweise durch die Nutzung börsengehandelter Derivate gesteuert. Damit lässt sich bei den liquiden Assets das dynamische Risikomanagement als klassisches Overlay-Management realisieren, bei dem der Risikomanager unabhängig vom Management der jeweiligen Asset-Klasse eine Versicherung einrichtet. Die Höhe der Versicherungsprämie steht bei den Future-basierten Strategien auf Grund ihres trendfolgenden Charakters erst am Ende der Versicherungsperiode fest. Der Vorteil von Optionen für die Absicherung gegen Extremrisiken liegt darin, dass die Höhe der Versicherungsprämie bereits zu Beginn feststeht. Im Spätsommer dieses Jahres sind die impliziten Volatilitäten für Aktienindexoptionen auf sehr niedrigem Niveau. Tail Risk Hedges auf der Basis von Put-Optionen mit einer Laufzeit von einem Jahr lassen sich so zu Kosten von unter 2,5 Prozent einrichten. Studien zeigen, dass sich ein rollierender Tail Risk Hedge historisch gerechnet hätte. Die anfallenden Optionsprämien werden in einzelnen Jahren mit hohen Drawdowns schnell wieder verdient.

Strategien für illiquide Asset-Klassen

Bei den weniger liquiden oder illiquiden Asset-Klassen wie etwa Unternehmens-, Schwellenländer- oder Wandelanleihen, erfolgt ein integriertes Risikomanagement



Dr. Volker van R uth

*Sprecher der Geschäftsführung
BayernInvest
Kapitalverwaltungsgesellschaft mbH*

durch einen Total-Return-Ansatz, der einen benchmarkorientierten Ansatz ersetzt. Risikomanagement und Asset Management sind hier in einer Hand. Anlageziel des Total-Return-Managers ist, Drawdowns zu reduzieren und langfristig an der Risikoprämie der Asset-Klasse zu partizipieren. Hierfür steht dem Total Return Manager eine Vielzahl an Instrumenten zur Verfügung. Dazu gehören das Liquiditätsmanagement ebenso wie die liquide Synthetisierung illiquider Assets, Trendfolgestrategien oder der Einsatz von Total Return Swaps.

Risikomanagement mittels dynamischer Budgets

Sowohl bei liquiden als auch bei illiquiden Asset-Klassen kommt bei der dynamischen Risikobudgetierung für alle Segmente der Risikomanager mit an den Tisch. Bei optionsgest tzten Wertsicherungsstrategien partizipiert der Fonds automatisch bei einer Markterholung. Nur die Optionsprämie belastet die Performance des Segments. Bei Total-Return-Strategien verzögert sich unter Umständen die Partizipation an einer Markterholung. Eine Beschleunigung kann gelingen, wenn Risikobudget von erfolgreichen Asset-Klassen zu solchen transferiert wird, deren Risikobudget gestresst ist. Eine Anhebung des Risikokapitals erlaubt dann die unmittelbare Anhebung des Markt-Exposures im betroffenen Fondssegment. Insgesamt bleibt dabei die Einhaltung einer Wertuntergrenze für das gesamte Anlageportfolio oberstes Gebot.

 bergreifendes Risikomanagement und Master-KVG

Ein übergreifendes Risikomanagement bleibt zentrale Herausforderung - vor allem,

wenn Investoren ihre Allokation breiter aufstellen müssen, um ihre Ertragsziele erreichen zu können. Overlay-Konstruktionen im Rahmen von Masterfonds bieten sich hier als ein möglicher Lösungsweg an. Sie eröffnen die Chance, die unterschiedlichen Asset-Klassen auf Gesamfondebene unter Risiko- und Wertsicherungsgesichtspunkten flexibel zu steuern sowie das vorhandene Risikobudget effizient zu nutzen. Asset-Klassen mit „Buy-and-Hold“-Charakter, wie Immobilien oder Infrastruktur, entziehen sich zwar einem derivativegest tzten Risikomanagement; sie schaffen aber unter Umständen einen Risikopuffer, der dynamisch in der Risikobudgetierung des Gesamtmandats eingebunden werden kann.

Unter dem Aspekt der Informationseffizienz verfügen Master-KVGen wie die BayernInvest über einen besonderen Vorteil. Auf Grund der Vielzahl der für die einzelnen Subfonds erhobenen Daten und Kennziffern und der hohen Aktualität dieser Informationen lässt sich die Risikosituation des Gesamtfonds jederzeit genauestens analysieren. Die effiziente und zeitnahe Aggregation der unterschiedlichen Risikoinformationen gewährleistet nicht nur ein schnelles und flexibles Handeln, was gerade in turbulenten Marktphasen entscheidend sein kann. Sie hilft darüber hinaus auch, die informationellen Kosten des Overlays gering zu halten. Master-KVGen bieten also gute Voraussetzungen für ein konsistentes Overlay-Management, mit dessen Hilfe Verlustrisiken begrenzt werden können, ohne dabei die langfristigen Renditeziele der strategischen Asset-Allokation aus dem Auge zu verlieren.

AKTIEN ABSOLUT RETURN DIVIDENDE



Stefan Degen

*Leiter Fondsmanagement Aktien
BayernInvest
Kapitalverwaltungsgesellschaft mbH*

Aktieninvestments stellen im aktuellen Niedrigzinsumfeld ein wichtiges Mittel der Wahl dar, die Renditen für Anlageportfolios zu steigern. Allerdings gilt das für die meisten institutionellen Investoren nur dann, wenn die Entscheidung für eine höhere Aktienquote existenzbedrohende Verluste ausschließt. Die BayernInvest setzt genau hier an und hat eine Strategie entwickelt, die es ermöglicht, mit begrenztem Risikokapital an den möglichen Renditen des Aktienmarkts zu partizipieren.

Ausgangspunkt des Aktienfonds „BayernInvest Aktien Absolut Return Dividende“ ist die Überzeugung, dass dividendenorientierte Aktienstrategien langfristig einen Mehrwert im Vergleich zum Gesamtmarkt liefern. Aus einer Kombination von dividendenorientierten Aktien mit börsennotierten Aktienoptionen lässt sich ein Portfolio mit einem asymmetrischen Chancen-Risiko-Verhältnis erstellen, das die Chancen des Aktienmarktes nutzt und gleichzeitig das Risiko begrenzt. Die Strategie ist mittelfristig auf ein Jahr ausgerichtet. Dem „Absolut Return Dividende“-Ansatz liegt ein langjähriger und erfolgreicher Track Record der „BayernInvest Aktien Dividenden Strategie“ zugrunde.

Attraktive absolute Rendite in Seitwärts- und negativen Phasen

Für das Aktienportfolio lässt sich die Zielrendite unmittelbar aus dem individuell zur Verfügung gestellten Risikokapital ableiten. Aktuell wird zum Beispiel für die Erreichung einer Zielrendite von sechs Prozent per annum ein Risikokapital von drei Prozent benötigt. Das heißt, es wird auf Sicht von einem Jahr eine Wertuntergrenze von 97

Prozent gehalten. Das Anlageuniversum umfasst nach bestimmten Kriterien ausgewählte dividendenstarke Aktien aus Europa, Euroland oder weltweit. Börsennotierte Put-Optionen sichern das Portfolio ab; zur Finanzierung der Absicherungskosten werden börsengehandelte Call- und Put-Optionen in einem genau definierten Verhältnis zum zur Verfügung stehenden Risikokapital verkauft.

Der Investmentansatz erzielt eine starke Outperformance in Seitwärts- und negativen Phasen am Aktienmarkt, ermöglicht allerdings in stark positiven Phasen keine volle Partizipation. Ein Beispiel: Bei einer gesetzten Wertuntergrenze von 98 Prozent – das entspricht einem Upside-Limit von 104 Prozent – hätte die Rendite in den vergangenen zehn Jahren insgesamt acht Mal bei plus vier Prozent gelegen. Nur in den Jahren 2011 und 2008 hätte die Rendite minus zwei Prozent betragen, während der EuroStoxx 50 im Jahr 2011 um 15 Prozent und im Jahr 2008 sogar um 43 Prozent fiel.

Das Aktien-Fondsmanagement der BayernInvest, das über durchschnittlich 28 Jahre Investmenterfahrung verfügt, ist überzeugt: Die Absolut-Return-Dividenden-Strategie ist für institutionelle Investoren eine intelligente Antwort auf das derzeitige schwierige Marktumfeld, um bei einem definierten Risiko beziehungsweise Risikokapital ertragreich am Aktienmarkt zu partizipieren. Kalkulierbare Überraschungen bleiben aus. Die BayernInvest sieht sich für ihre Kunden als Investment-Architekt, der Lösungen und Antworten mit hoher Fachexpertise konstruiert – solide Fundamente für ein professionelles Ertrags- und Risikomanagement!

SMART BETA GLOBAL LOW VOLATILITY



Hans-Jürgen Geib
*Senior Fondsmanager Indexfonds
BayernInvest
Kapitalverwaltungsgesellschaft mbH*

Aktienfonds, die einen Index nachbilden, leiten die Gewichtung der einzelnen Aktien traditionell aus der Marktkapitalisierung ab. Dies führt dazu, dass Aktien supranationaler Unternehmen mit einem hohen Aktienkurs stark gewichtet sind, kleinere Emittenten mit einer guten Profitabilität dagegen nur ein geringeres Gewicht beigemessen wird. Dieser Ansatz kann allerdings unter Rendite-Risiko-Gesichtspunkten problematisch sein.

Die BayernInvest hat deshalb die neue Strategie „Smart Beta Global Low Volatility“ entwickelt. An die Stelle der Marktkapitalisierung tritt eine Gewichtung der Aktien nach bestimmten Risikoparametern mit vorteilhaften Rendite- und Risikokennzahlen und besseren Diversifikationseigenschaften. Damit reduzieren sich unter Beibehaltung des Aktien-Exposures signifikant die Volatilität des Portfolios sowie die Drawdowns im Vergleich zum breiten Markt.

Dies bestätigt eindrucksvoll eine belastbare Backtest-Analyse für die Jahre 2005 bis heute: Selbst bei ungünstigen Marktgegebenheiten hat sich das optimierte indexnahe Portfolio besser entwickelt als der Markt. Die Analyse zeigt über alle Jahre hinweg eine Reduktion des Portfolio-Risikos um im Schnitt 30 bis 40 Prozent bei gleichzeitiger Verbesserung der Rendite um bis zu 40 Prozent im Vergleich zur Benchmark.

Optimized-Sampling-Ansatz

Die Smart-Beta-Strategie der BayernInvest sieht im ersten Schritt vor, performancebeeinflussende Parameter – wie beispielsweise Land, Branche oder Währung – im

Benchmark-Index zu identifizieren. Anschließend werden die Parameter im Rahmen eines Sampling-Ansatzes optimiert.

Konkret heißt das am Beispiel des MSCI World Index: Nach bestimmten Risikoparametern wird ein indexnahes optimiertes Portfolio mit signifikant geringerem Risiko als das des Index abgeleitet. Das Portfolio besteht so aus deutlich weniger Titeln unter Einhaltung bestimmter definierter Grenzen beziehungsweise Vorgaben bei der Länder- und Branchengewichtung. Anstelle von mehr als 1.600 Titeln aus 23 Ländern, die der MSCI World Index umfasst, wird das Portfolio auf etwa 80 bis 120 Titel reduziert und gleichzeitig hinsichtlich Rendite und Risiko optimiert. Die Länder- sowie Branchengewichtungen weichen dabei maximal um jeweils fünf Prozent vom Index ab und das maximale Gewicht eines Einzeltitels liegt bei 1,5 Prozent.

Fazit: Mit der „Smart Beta Global Low Volatility“-Strategie der BayernInvest können institutionelle Investoren ihr für ein Aktieninvestment notwendiges Risikobudget reduzieren und gleichzeitig mit einem optimierten indexnahen Portfolio eine höhere risikoadjustierte Rendite erzielen als der Benchmark. Der Ansatz integriert individuelle steuerliche und rechtliche Vorgaben des institutionellen Anlegers ebenso wie die Möglichkeit, spezifische Restriktionen des einzelnen Investors zu berücksichtigen. Gleichzeitig bietet die BayernInvest institutionellen Investoren einen zuverlässigen Kundenservice mit individuellem Reporting sowie individueller Produktkonzeption und einem direkten Ansprechpartner im Fondsmanagement.

RICHTUNGSANZEIGER FÜR AKTIEN: DIE TECHNISCHE ANALYSE

Die Technische Analyse, auch Chart-Analyse, beschreibt Wikipedia als eine Form der Finanzanalyse. Diese versucht aus der Kurs- und Umsatzhistorie des Basiswerts, günstige Kauf- beziehungsweise Verkaufzeitpunkte zu ermitteln, das heißt die Kursentwicklung – oder zumindest deren Eintrittswahrscheinlichkeit – vorherzusagen. Allen chart-technischen Analysemodellen ist die Annahme gemeinsam, dass es wiederkehrende, beobachtbare Ereignisse mit jeweils ähnlichen, wahrscheinlichen Zukunftsverläufen gibt. So können – je nachdem, welcher Disziplin ein Chart-Analytiker folgt – bestimmte geometrische Muster oder rein statistische, quantitative Indikatoren als „Richtungsanzeiger“ verwendet werden. Die Alternative oder Ergänzung der technischen Analyse ist die fundamentale Analyse.

Im Interview mit portfolio institutionell erläutert Arne Frank von der BayernInvest Anwendungsmöglichkeiten, spezielle Muster und die steigende Wertschätzung von eher exotischen Analysemethoden. Hierzu zählen Elliot-Wellen, Zyklusmodelle und Sonnenzyklen.

Welchen Nutzen hat die technische Analyse für das Portfolio-Management?

Die technische Analyse ermöglicht es aus Kursbewegungen frühzeitig mögliche Änderungen im Kapitalmarktumfeld zu erkennen. Hierbei werden neben altbewährten Betrachtungen von Kursformationen auch zunehmend komplexere Analysemethoden angewandt.

Gerade in Zeiten von computergestützten Handelssystemen sowie geringeren Risiko-

budgets wird das richtige Timing immer wichtiger. Die technische Analyse ist hierbei eine sehr wichtige Unterstützung.

Wie ergänzen sich die technische und die fundamentale Analyse?

Die fundamentale Analyse betrachtet zurückliegende Datenpunkte und nutzt diese, um eine Prognose für die Zukunft zu geben. Die technische Analyse blendet diese Datenpunkte gänzlich aus und analysiert ausschließlich die Kursverläufe einzelner Asset-Klassen.

Dabei wird davon ausgegangen, dass sich Kursbewegungen aus der Vergangenheit in ihren künftigen Mustern ähneln. Gerade am Aktienmarkt ist die technische Analyse eine wichtige Ergänzung zur fundamentalen Analyse. Denn der Aktienmarkt läuft in der Regel der realwirtschaftlichen Entwicklung um etwa ein halbes Jahr voraus. Somit kann die technische Analyse beispielsweise schon frühzeitige Ein- oder Ausstiegssignale liefern, bevor es aus dem fundamentalen Blickwinkel hierfür entsprechende Gründe gibt.

Zu konkreten Anwendungen der technischen Analyse in den großen Krisen des Aktienmarkts: Inwiefern half sie Anlegern beim Platzen der Neuer-Markt-Blase, bei 9/11 oder der Finanzkrise?

Zu allen genannten Ereignissen gab die technische Analyse zwar keine eindeutigen Signale, um vorher aus dem Markt auszuweichen. Sie lieferte jedoch klare und äußerst wichtige Signale zur Verlustbegrenzung. Denn bei allen drei Ereignissen wurden im Vorfeld beispielweise wichtige gleitende Durchschnitte wie die 200-Tage- oder die 50-Wochen-Linie gebrochen.



Arne Franke

Technischer Analyst

BayernInvest

Kapitalverwaltungsgesellschaft mbH

Diese Orientierungsmarken fungieren in intakten Aufwärtstrends als wichtige Unterstützungen. Ein Bruch dieser Marken nach unten beendet oftmals langfristige Trends und sollte als Warnsignal beziehungsweise Ausstiegssignal wahrgenommen werden. Wer im Fall der drei Ereignisse diese Signale zum Verkauf genutzt hat, konnte einen großen Teil der Abwärtsbewegungen des Aktienmarkts vermeiden.

Welche Muster sind aktuell besonders zu beachten?

In der aktuellen Phase sollten die Zinsmärkte große Beachtung finden. Denn aus den Kursmustern lässt sich zum heutigen Zeitpunkt ableiten, dass sich die Zinsmärkte in einer Bodenbildung befinden beziehungsweise diese in manchen Ländern sogar schon abgeschlossen ist. Das heißt mit anderen Worten: Die Zeiten sinkender Zinsen stehen wohl vor dem Ende.

Haben sich in der Zwischenzeit neue Analysemethoden etabliert?

Die technische Analyse basiert natürlich weiterhin auf ihren bewährten Grundsätzen und analytischen Methoden. Aktuell ist darüber hinaus aber festzustellen, dass zunehmend auch eher exotische Analysemethoden Einfluss gewinnen.

Zum Beispiel ist heute die Theorie der Elliot-Wellen eine wichtige Methode, um Prognosen über künftige Kursbewegungen zu stellen. Hierbei werden Kursmuster in verschiedenen Wellen gezählt. Jede einzelne Welle muss dabei bestimmte Bedingungen erfüllen, um als eine solche identifiziert werden zu können.

Auch Zyklusmodelle sind mehr und mehr wichtige Bausteine einer modernen

technischen Analyse. Hierbei werden zum Beispiel saisonale Muster ausgewertet, wie das Aktienanlegern bekannte „Sell in May and go away“.

Schließlich zählen mittlerweile auch Sonnenbeziehungsweise astronomische Zyklen zu den verwendeten Analysemethoden. Dabei wird angenommen, dass sich Menschen in den verschiedenen Phasen emotional unterschiedlich verhalten und somit für mitunter starke Kursbewegungen an den Märkten sorgen, die aus fundamentaler Sicht kaum beziehungsweise überhaupt nicht zu erklären sind.

Ist es denn vorstellbar, dass die Bayern-Invest einen Fonds auflegt, der seine Assets nur auf Grund von technischen Analysen selektiert?

Grundsätzlich steht aus unserer Sicht einer Steuerung eines Fonds mit den Methoden der technischen Analyse nichts im Wege und ist sicherlich eine sehr interessante Alternative für das Management eines Fonds. Zu beachten ist allerdings, dass sich ein solches Portfolio sehr stark von einem unter fundamentalen Gesichtspunkten gesteuerten Portfolio unterscheiden kann und für einen außenstehenden Betrachter in seiner Allokation oftmals nur schwer nachzuvollziehen ist.

Zudem sollte ein solches Portfolio an keine Benchmark gekoppelt und nicht mit einem zu kurzfristigen Anlagehorizont ausgelegt sein, da es zwischenzeitlich in seiner Zusammensetzung und Performance stark von einer Benchmark abweichen kann. Insgesamt gilt aber: Falls die Auflage eines solchen Fonds von Seiten der Kunden auf Interesse stoßen sollte, können wir das jederzeit umsetzen.

SMART BETA: DIE SCHLAUE JAGD AUF FAKTORPRÄMIEN

Der Anlagenotstand hat auch gute Eigenschaften. Er fördert die Kreativität und die Bereitschaft, Gewohnheiten zu überdenken. Jenseits der marktkapitalisierten Welt stößt man dabei schnell – und immer öfter – auf Smart-Beta-Konzepte. Diese stellen auch besondere Ansprüche an das Risikomanagement.

Was ist Smart Beta? Die Definition von Smart Beta ist nicht unbedingt eindeutig. Eine Negativdefinition hilft mangels „dummen Betas“ nicht weiter. Schließlich ist es von marktkapitalisierten Indizes keinesfalls dumm, Liquidität, einen niedrigen Turnover und damit niedrige Kosten sowie eine unendlich große Investmentmöglichkeit für alle Investoren zu bieten. Ist es also hilfreicher, Smart Beta als goldenen Mittelweg zwischen aktivem und passivem Management zu betrachten? Oder gar als einen Free Lunch, der Investoren zu passiven Kosten mit aktiven Renditen nährt? Oder als ein regelbasiertes Investieren, welches die Schwachstellen von marktkapitalisierten Indizes vermeidet? Dagegen setzen Kritiker Smart Beta mit Smart Marketing gleich, sehen in Smart Beta ein One-Trick-Pony oder ein Zeugnis für die Schwarmintelligenz aller Akademiker und Index-Spezialisten.

Als vergleichsweise gesichert gilt jedoch der Smart-Beta-Ursprung: Das Drei-Faktoren-Modell von Nobelpreisträger Eugene Fama und Kenneth French zur Erklärung von Aktienrenditen durch das Marktbeta sowie den Value- und den Size-Faktor aus dem Jahr 1992 und dessen Weiterentwicklungen. Hierzu zählen das Fünf-Faktoren-Modell und Research Affiliates' Fundamental Indexing. Der Nutzen von Smart-Beta-Indizes,

so erläutern beispielsweise Robeco oder Lippert, entstammt also systematischen Orientierungen an den klassischen Faktorprämien. Somit lassen sich auch die Smart-Beta-Renditen durch die Faktorprämien erklären.

Wie diese Faktorprämien sich auszahlen, hat Professor Dr. Arnd Wiedemann von der Universität Siegen auf der Risikomanagementkonferenz von Union Investment vorgestellt. Im Mittelpunkt der Untersuchung stand die Analyse von vier ausgewählten Strategien, mit denen alternative Risikoprämien über das gleichzeitige Eingehen von Long- und Short-Positionen realisiert werden können: Size-, Value-, Momentum- und Low-Risk-Strategien. Die Betrachtung der Wertentwicklung entsprechender Long-Short-Portfolios über einen Zeitraum von 2003 bis 2014 kommt laut Professor Arnd Wiedemann – allerdings vor Kosten – zu einem klaren Ergebnis: „Alle vier Strategien weisen langfristig eine positive Performance auf und liefern auch in Krisenzeiten stabile Renditeergebnisse.“ Die höchste Risikoprämie erzielte mit durchschnittlich 5,79 Prozent Rendite pro Jahr die Size-Strategie.

Smart Beta mit starkem Wachstum

Bei solchen Renditen ist es nicht verwunderlich, dass smarte Indexstrategien ebenfalls stattliche Wachstumsraten aufweisen. Lipper präsentiert Grafiken, gemäß denen die Zahl neuer Factor-Investing-Produkte von Januar 2011 bis August 2014 von etwa einem Dutzend auf über 70 gestiegen ist. Über ETF werden beispielsweise Strategien wie fundamental, equally weighted, low/minimum Variance, maximum Sharpe Ratio,

equal Risk Contribution oder Momentum angeboten. Deren Assets under Management sind laut Lipper von Juni 2011 bis August 2014 von unter 500 Millionen auf über drei Milliarden Euros gestiegen.

Genährt werden die Smart Beta Assets beispielsweise durch bAV-Gelder der BASF. Ein schwedisches Beispiel ist SEB Pension, ein amerikanisches die Fire and Police Pension Association of Colorado, ein Schweizer der Cern Pension Fund, ein holländisches der Pensionsfonds-Dienstleister APG, der seinen Kunden Developed Markets Equities Minimum Volatility als einen von 15 Investmentfonds anbietet, und zwei britische Beispiele sind der Wiltshire Pension Fund und der Environment Agency Pension Fund.

Smart Beta, Factor Investing, aktive ETF

Aus Sicht von Detlef Glow von Lipper hätte der Zuwachs an Assets sogar noch größer sein können. Dem stand aber – ausgerechnet – das Produktmarketing im Weg. „Europäische ETF-Anbieter haben ihre Smart-Beta-Angebote auf eine Vielzahl unterschiedlicher Namen getauft, um sich vom Wettbewerb zu unterscheiden“, kritisiert Glow. Besser wäre der Begriff „Factor Investing“, da dieser auch die Investmentstrategie am treffendsten beschreibt. „Die unterschiedlichen Begriffe für identische Strategien führen bei Investoren eher zur Verwirrung und einem Käuferstreik.“

Zusätzlich genährt wird die Zurückhaltung gegenüber diesen auch „aktive ETF“ genannten passiven Vehikeln aus Glows Sicht dadurch, dass die dahinterliegenden Strategien eine gewisse Komplexität aufweisen und eher an aktives Tun erinnern. Letzteres



Patrick Eisele
Chefredakteur
portfolio institutionell

trifft besonders für Momentum-Strategien zu. „Momentum erfordert einen sehr hohen Turnover. Darum bieten wir diese Strategie nicht an“, sagt Dr. Valerio Schmitz-Esser, Leiter Indexmandate bei Credit Suisse. Die Credit Suisse hat 2013 ihre ETF an Blackrock verkauft, bietet institutionellen Kunden aber weiterhin täglich liquide und im Vergleich zu ETF günstigere Strategieindexfonds und -mandate an. In Indexlösungen managt die Credit Suisse in etwa 600 Portfolios knapp 80 Milliarden Euro. Davon stammen vier Milliarden von institutionellen Kunden aus Deutschland. Zu geringeren Transaktionskosten lässt sich Momentum – ein gutes Diversifikationselement zu beispielsweise Value – ins Portfolio bringen, indem man passive Strategien zum Beispiel nur einmal jährlich auf die Ausgangsgewichtung re-adjustiert. MSCI nimmt jedoch ein Rebalancing ihrer Value-gewichteten Indices in kürzeren Intervallen vor, um nicht zu weit von der Strategie abzuweichen und um den Einfluss der Zufallskomponente „Umschichtungstermin“ zu reduzieren. Robeco verweist hierzu darauf, dass die willkürliche Wahl des jährlichen Rebalancing-Zeitpunkts der FTSE/Raf Fundamental Indices einen Renditeunterschied von zehn Prozent bis zu einem kleinen Verlust ausmachen kann.

Für den starken Volumenzuwachs bei passiven Vehikeln sieht Schmitz-Esser drei Gründe: „Passive Lösungen bieten eine das Anlagerisiko reduzierende breite Diversifikation, niedrige Kosten und speziell Treuhändern eine Minimierung des persönlichen Risikos, da Überraschungen vermieden werden und Abweichungen von der Peergroup gering sind.“ Zu beachten ist, dass die Abweichung von der traditionellen, markt-

kapitalisierten Benchmark und damit von der Peergroup je nach Strategieindex unterschiedlich groß sein kann. Der Tracking Error des MSCI World Quality Index liegt laut Credit Suisse bei 4,4 Prozent und der des MSCI World Value Weighted Index bei lediglich 2,97 Prozent. Dagegen liegt der Tracking Error des MSCI World Minimum Volatility Index bei 7,52 Prozent. Wer jedoch auf der Suche nach einem Substitut für Festverzinsliche bei Dividentiteln fündig werden möchte, sollte sich mit Minimum Volatility beschäftigen. Denn dieser Index – *nomen est omen* – weist die geringste Volatilität aller Strategieindizes und klassischer Indizes auf. Trotzdem sei die Performance durchaus attraktiv, fügt Valerio Schmitz-Esser hinzu.

Wer im Hinblick auf den Tracking Error offenbar weniger Bedenken hat – und wen damit implizit auch Peergroup-Vergleiche nicht besonders schrecken – ist Dr. Gerhard Ebinger, der die betriebliche Altersvorsorge der BASF verantwortet. Die BASF investiert außer in ökonomisch gewichtete Aktienportfolios auch in Low-Volatility-Ansätze. Passend hierzu auch der für Ebinger wichtigste Ratschlag zur Umsetzung von Smart-Beta-Strategien: „Es empfiehlt sich, weniger auf den Tracking Error zu achten, sondern vielmehr auf die wirklich wichtigen Risikokennzahlen, wie Volatilität, Drawdowns oder die Information Ratio.“ Auf der Rentenseite nutzt die BASF Indizes, die nicht den größten Schuldner am höchsten gewichten, sondern die Schuldentragfähigkeit berücksichtigen. „Das sollte im Krisenfall für eine größere Robustheit sorgen“, erläutert Ebinger. Ebinger fügt hinzu, dass die bei BASF eingesetzten Smart-Beta-Lösungen

bislang die Erwartungen, nämlich das Rendite-Risiko-Profil mit Hilfe von Lösungen mit relativ niedriger Komplexität zu optimieren, erfüllen. Zur Begründung von Smart Beta verweist Gerhard Ebinger auch auf die Eigenschaften von traditionellen Indizes: „Die BASF investiert in Smart-Beta-Ansätze, weil klassische Renten- und Aktienindizes systematische, schon seit Jahren anhaltende Ineffizienzen aufweisen, die mit geringen Kosten gehoben werden können.“

Von Ineffizienzen und Effizienzen

Die Frage, die sich hier anschließt: Warum bestehen diese Ineffizienzen seit Jahren? Schließlich gilt das Dr. Oliver Roll, Gründungspartner des Beraters 4AlphaDrivers und promovierter Physiker, zuzuschreibende Bonmot, dass auf den Kapitalmärkten, anders als in den Naturwissenschaften, jedes Gesetz nach seiner Entdeckung keines mehr ist. Grund sind die Arbitragemöglichkeiten. Dass die Faktorprämien jedoch seit Jahren bekannt sind und trotzdem nicht ausarbitriert werden, mag verschiedene Gründe haben. Ein Grund ist natürlich, dass klassisches, passives Asset Management auch seinen Charme hat. Ein anderer Grund ist das Human Behaviour, „heißen“ Anlagetipps zu folgen und bei im Trend liegenden Aktien Überbewertungen auszublenden. Für den Sex einer Wachstumsstory ist der Mensch empfänglicher als für ein KGV von sechs.

Zudem ist auch nicht jedes alternative Beta im Ucits-Format erhältlich. Ein Hinderungsgrund gegenüber dem renditestarken Smart Beta „Equal Weighting“ ist, dass bei vielen Indizes die Investierbarkeit für institutionelle Gelder aus Size-Gründen nicht gegeben ist. Die beste Antwort auf die

Konsistenz dieser Faktoren lautet jedoch, dass es sich keineswegs um Ineffizienzen handelt. So lässt sich beispielsweise die Size-Outperformance damit erklären, dass Small Caps mehr Risiken aufweisen, die langjährige Outperformance von Value durch die Konzentration auf Banken. Dieses Argument rückt auch wieder das akademische Weltbild des effizienten Marktes gerade.

Ein anderer Hinderungsgrund bei Equal Weighting ist, dass es im Risikomanagement eine Herausforderung darstellt, die Performance dem Faktor „Value“ oder dem Faktor „Size“ zuzuordnen. Eine klare Separierung der Faktoren ist aber auch bei anderen Smart Betas eine Herausforderung. Andererseits ist es Eugene Fama und Kenneth French gelungen, Size und Value auseinanderzuhalten. Auch wieder eine Frage des Risikomanagements ist, die Sektoren- und Ländergewichte der Strategieindizes zu berücksichtigen. So besteht laut Credit Suisse beispielsweise bei Value ein absolut hohes Exposure zu Financials, bei Quality-Ansätzen zu Informationstechnologie, aber ein sehr niedriges zu Versorgern und Telekommunikation. Regional fällt auf, dass Japan ein relativ hohes Gewicht bei Value und Minimum Volatility, aber ein niedriges Gewicht bei Quality einnimmt. „Konsequenz einer Konstruktion ohne expliziten Einbezug eines Risikomodells ist, dass die angebotenen Smart-Beta-Produkte eine Vielzahl nicht kontrollierter Risiken enthalten. Diese Risiken tragen nur zur Volatilität, nicht aber zu höher erwarteten Renditen bei“, kritisiert Dr. Bernd Scherer, Chief Scientific Officer bei der Quantboutique First Private Investment Management. „Auch wenn Smart-Beta-Portfolios viele Einzeltitel ent-

halten, sind sie nicht wirklich diversifiziert, da sie offensichtlich immer noch sehr viel Residualrisiko enthalten. Dies erscheint nicht smart“, so Scherer. Auch Robeco legt den Finger in diese Wunde und merkt an, dass die simple Orientierung von Smart Beta an Faktorprämien ungewünschte Risiken involviert. Auch könnten Ineffizienzen hinsichtlich Turnover oder durch Exposures zu anderen als der beabsichtigten Faktorprämie bestehen.

Zu Quality ist noch anzumerken, dass der MSCI Quality von Bewertungsfragen unbelastet ist. „In der Bewertung können ebenso Risiken beinhaltet sein wie in der Qualität“, so die Einschätzung von CE Asset Management, einer Schweizer Boutique, die aktiv Quality-Ansätze verfolgt. Zudem müssen zusätzliche qualitative Aspekte, Rechtsfälle und das regulatorische Umfeld im Detail geprüft werden.“ Quality-Unternehmen weisen bereits eine relativ hohe Bewertung auf, die Fallhöhe ist also größer.

Achtung: keine konsistente Überrendite!

Last but not really not least zum Risikomanagement: Keiner dieser Faktoren, kommentiert Lipper, weist – auch wenn langfristig eine systematische Outperformance besteht – eine konsistente Überrendite in jedem Kapitalmarktumfeld auf. Gordon Rose von Morningstar formuliert es ähnlich: „In der Smart-Beta-Debatte ist es wichtig zu verstehen, dass jede Strategie Marktphasen hat, in denen sie gut funktioniert, und andere, in denen sie weniger gut funktioniert – je nach Machart und Marktphase. So schnitten beispielsweise Quality 2003 und Value von Mitte 2007 bis Ende 2008 relativ schlecht zum Standardindex ab.“ 2009

verlor Momentum sein Momentum und erwirtschaftete mit 15 Prozent nur halb so viel wie der MSCI World. Der Trendwechsel im März hinterließ offenbar noch zum Jahresende seine Spuren. „Alle Faktoren sind zyklisch“, sagt Altaf Kassam, MSCI Head of Index Applied Research Emeai, auf einer Robeco-Konferenz. „Es kommt öfters vor, dass ein Faktor den Markt für einige Monate, wenn nicht sogar für Jahre underperforms.“ Allerdings: Welcher aktive Ansatz performt permanent out?

Achtung: Backtest-Problematik!

Die in der Vergangenheit festgestellten Phasen von kurzfristigen Schwächen dürften verlässlicher in die Zukunft fortgeschrieben werden können als die langfristigen Überrenditen. Robeco moniert, dass Smart-Beta-Indizes oft auf unzulänglichen Backtests beruhen, was dazu führen könnte, dass Investoren mit diesen Indizes der Performance von gestern nachjagen. First Private moniert ebenfalls die Backtest-Problematik. Geschäftsführer Richard Zellmann ist aufgefallen, dass einhergehend mit der steigenden Masse an akademischem Research zu Smart Beta die Werthaltigkeit von Backtests immer seltener hinterfragt wird. „Das ist gefährlich.“ Zellmanns Kollege Bernd Scherer fügt hinzu: „Die Presse ist voll von Performance-Tabellen, in denen Smart-Beta-Strategien marktkapitalisierte Indizes schlagen. Dies sollte nicht verwundern, denn das ist der Zweck dieser Übersichten. Anders ausgedrückt: Die zurückgerechnete Performance von Smart-Beta-Strategien stellt genauso einen Backtest dar, wie sie bei einem quantitativen Anlageprodukt anzutreffen sind.“ Scherer nimmt in seinem Aufsatz „Quant versus Smart

Wohlstand neu denken



Christine Graeff

Prof. Dr. Lars Feld

Jochen Wermuth

**Christine Graeff, EZB, über Kommunikation
als Instrument der Geldpolitik**

**Prof. Dr. Lars Feld über Migration,
Demografie und Nullzinsen**

**Jochen Wermuth zur Relevanz von
Impact Investing**

Jetzt anmelden: trendforum-vm.de

Für alle, die Vermögen verantworten

Frankfurt am 15.11.2016

Beta?“ noch eine Abgrenzung dieser beiden Konzepte vor. Demnach liefern quantitative Anlageprodukte multiple Faktor-Exposures, während Smart-Beta-Angebote oftmals ein „One-Trick-Pony“ seien. In der Konstruktion von Smart Beta sieht Scherer eine formularische Vorgehensweise, bei Quant-Konstruktionen dagegen eine fiduziarische Vorgehensweise. Smart Beta ist also auch mit Vorsicht zu genießen und weist, wie Detlef Glow erwähnte, „eine gewisse Komplexität auf“. Die Scherer'sche Kritik gemahnt zudem an den Ratschlag von Gerhard Ebinger, auf die „wirklich wichtigen Risikokennzahlen“ zu achten.

In der Kenntnis der Schwächen von Smart Beta kann nun die individuell passende Anlagestrategie abgeleitet werden. Zur Wahl stehen ein Timing einzelner Smart Betas, der Aufbau eines robusten Portfolios aus verschiedenen Smart-Beta-Strategien und der Einsatz von Overlays. Letzteres dürfte jedoch mit Blick auf Tracking Errors und nicht vorhandene Futures gerade für bilanzorientierte Investoren nicht ideal sein. Für ein Timing-Vorgehen steht beispielsweise der Pensionsfonds der Europäischen Organisation für Kernforschung, Cern, der etwa 3,5 Milliarden Euro verwaltet. Allerdings ist für Cern beim Smart-Beta-Picking eine risikoadjustierte Auswahl eine wichtige Bedingung. Theodore Economou von Cern ist überzeugt, dass der künftige Wirtschaftszyklus ein anderer als der vergangene sein wird. „Jeder Investor muss selbst über seine Idealpositionierung entscheiden. Diese hängt von der eigenen Einschätzung und dem Zeithorizont ab. Aus meiner Sicht ist die Zeit nun reif für vorausblickende, das aktuelle langfristige Umfeld berücksichti-

gende Faktor-Rotations-Modelle“, so Economou. „Das Modell führt zwangsläufig zu der Frage, wo es mit Blick auf das eigene Risikobudget den meisten Return gibt. Das ist ein großer Unterschied dazu, wenn man nur schaut, wo es dieses Jahr die größten Renditen gibt. Es ist die Suche nach risikoadjustierten Renditen, die faktorbasierte Portfoliokonstruktionen rechtfertigt.“ Als Beispiele für derzeit gewählte Smart Betas nennt Economou Carry wegen der Zentralbanken und Quality wegen der Deflation.

Smart Beta und der Portfoliogedanke

Wer jedoch argumentiert, dass Timing prinzipiell eine schwierige Aufgabe ist, und keinen Grund sieht, warum dies für Smart Beta nicht auch gelten sollte, müsste mit der Zusammenstellung eines robusten Smart-Beta-Portfolios mehr anfangen können. MSCI-Mann Altaf Kassam sieht, solange der Investmenthorizont lang genug ist, keinen Timing-Bedarf. Kassam verweist auf Research, wonach historisch die Chance einer Outperformance bei 75 Prozent liegt, wenn Faktorindizes drei bis fünf Jahre gehalten werden. Bei längeren Perioden steigt die Outperformance-Chance auf fast 100 Prozent. Für Portfolioüberlegungen trifft es sich gut, dass zum Beispiel Value zu Quality eine negative Korrelation von -0,64 aufweist. Ein Diversifier zu Value sind auch Momentum und Low Volatility. „Bei großen institutionellen Kunden liegt die Mischung von Strategieindizes im Trend. Sie wollen langfristig von Faktorprämien profitieren“, sagt Valerio Schmitz-Esser und nennt als Beispiele zwei Investoren, die einen Standardindex mit Minimum Volatility und Value im Verhältnis 50:25:25 beziehungsweise zu je einem Drittel kombinieren. Den von

Theodore Economou genannten Aspekt der Adjustierung der einzelnen Faktoren an die eigene Risikotragfähigkeit ist für Schmitz-Esser aber auch ein Argument pro Smart-Beta-Portfolio: „Die Kombination von Strategieindizes ermöglicht unter anderem die Ausrichtung des Portfolios auf verschiedene Ziele, wie zum Beispiel Renditemaximierung, Risikominimierung oder die Maximierung der Information Ratio.“

Risk Reducer und Return Seeker

Auch die BASF verfolgt einen Portfoliogedanken. „Der Grundgedanke ist, ein sehr robustes Portfolio mit hoher Diversifikation und geringerem Risiko zu erhalten. Timing-Aspekte spielen keine Rolle“, erläutert Gerhard Ebinger, der zur Umsetzung aus Kostengründen Spezialfonds wählt. Laufend beobachtet sein Team, ob die Smart-Beta-Allokationen zusammen mit den klassischen passiven und aktiv gemanagten Mandaten ein nach Faktoren ausgewogenes Gesamtportfolio ergeben. Interessanterweise hat die risikogeprägte Ausrichtung des Portfolios der Rendite keineswegs geschadet. „Grundsätzlich wären wir zufrieden, wenn wir bei weniger Risiko korrespondierend weniger Rendite erhalten würden oder mehr Rendite bei vergleichbarem Risiko. Bislang gelang beides: mehr Rendite bei geringerer Volatilität!“, so Ebinger. Ebenso kann auch der Cern-Pensionsfonds hier Erfreuliches berichten. Zumindest 2013 lagen für das Gesamtportfolio, in dem Aktien und Renten zwei Drittel ausmachen, der Return mit 7,76 Prozent und das Risiko mit -5,9 Prozent über den Erwartungen. Aber auch 2014 liege Cern über dem Renditeziel und mache weiterhin einen sehr effizienten Gebrauch des Risikobudgets.

WIE RISIKOMANAGEMENT HILFT, RENDITEZIELE ZU ERREICHEN

wird Ihnen überreicht durch portfolio institutionell

mit freundlicher Unterstützung durch:



BayernInvest Kapitalverwaltungsgesellschaft mbH

Karlstraße 35

80333 München

Tel: +49 (0)89 54 850 132

relationship-management@bayerninvest.de

www.bayerninvest.de

Herausgeber:

portfolio Verlagsgesellschaft mbH

Kleine Hochstraße 9–11

60313 Frankfurt am Main

Kontakt:

Hajera Samadi

Tel.: +49 (0)69 8570 8118

h.samadi@portfolio-verlag.com

Druck:

Silber Druck oHG

Am Waldstrauch 1, 34266 Niestetal

© Copyright: portfolio Verlagsgesellschaft mbH.

Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck in jeglicher Form, auch Fotokopien, nur nach vorheriger, schriftlicher Genehmigung des Verlages. Den Artikeln, Empfehlungen und Grafiken liegen Informationen zugrunde, die die Redaktion für verlässlich hält. Eine Garantie für die Richtigkeit können Redaktion und Verlag allerdings nicht übernehmen.

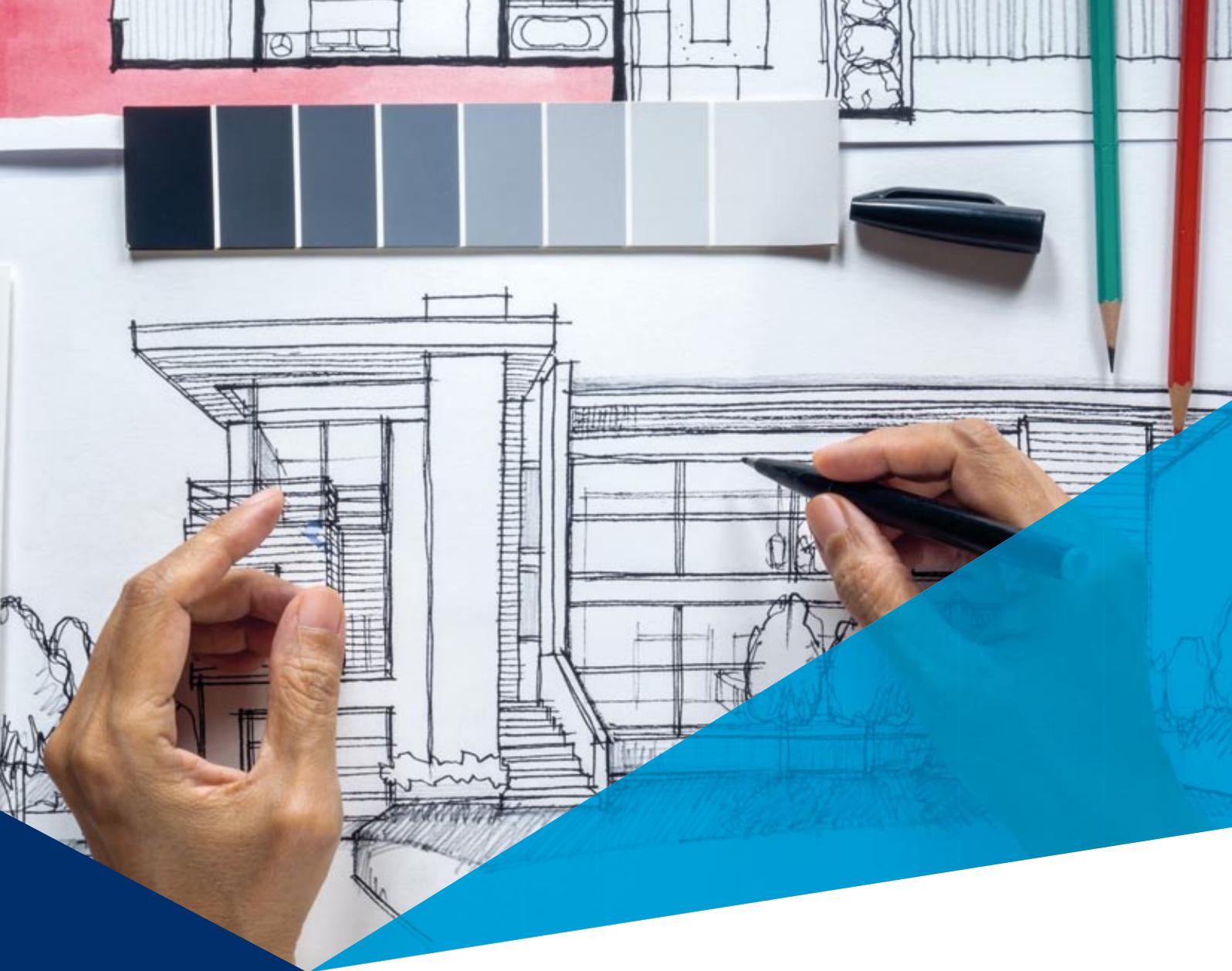
Autoren:

Stefan Degen, Patrick Eisele, Arne Franke,

Hans-Jürgen Geib, Dr. Volker van Rühl

Rechtliche Hinweise:

Alle veröffentlichten Angaben dienen ausschließlich Ihrer Information und stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit kann nicht übernommen werden. Wir empfehlen Ihnen vor Erwerb ein eingehendes Beratungsgespräch mit Ihrem Anlageberater. Alle Angaben und Einschätzungen sind indikativ und können sich jederzeit ändern. Bei dieser Information handelt es sich nicht um eine Finanzanalyse nach aufsichtsrechtlichen Bestimmungen, sondern um eine Werbemitteilung, die nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen genügt und nicht einem Verbot des Handels vor Veröffentlichung von Finanzanalysen unterliegt.



BayernInvest – Ihr Investment-Architekt

Visionär denken im Asset Management

www.bayerninvest.de