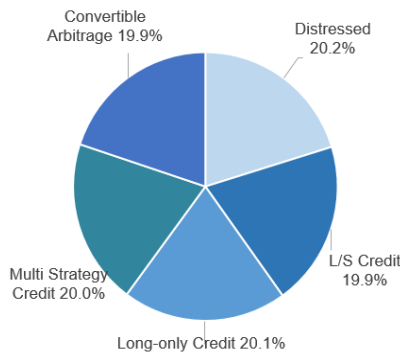
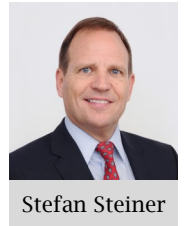


**Kredit versus Aktien**

Im letzten Newsletter haben wir vom schwierigen Umfeld bei den Aktien berichtet. Seither ist eine Konsolidierung eingetreten. Diese wird weitergehen, da die hohen Zinsen eine Alternative bieten, die Aktienbewertungen immer noch hoch sind, eine deutlichere Wirtschaftsabschwächung kommen wird und die geopolitischen Risiken mit dem Konflikt im Nahen Osten nochmals zugenommen haben. Dafür bieten Kreditstrategien interessante Möglichkeiten, sei es im Bereich Convertible Bond Arbitrage, Long/Short Kredit oder bei Stressed/Distressed Anlagen. Das höhere Zinsniveau bietet eine gute Ausgangslage und erfahrene Manager verdienen ein paar Prozentpunkte dazu, was zu einer annualisierten Rendite von +10% für die nächsten Jahre führen sollte. Wir empfehlen ein gut diversifiziertes Kreditportfolio, das verschiedene Nischen gemäss Chart besetzt. Zusätzliche Informationen finden sie weiter unten „im Fokus“.



Aktien werden für einige Zeit Gegenwind verspüren und wir erwarten für passive long-only Strategien im 2024 keine Kursavancen. Hier fokussieren wir weiterhin auf Long/Short Strategien, die auch in Seitwärtsmärkten eine positive Rendite erwirtschaften können. Desweiteren konzentrieren wir uns auf marktneutrale und handelsorientierte Strategien, die ein stabiles Alpha erwirtschaften. Diese Manager waren positiv im 2022 und sind auch im 2023 wieder positiv unterwegs. Zudem profitieren sie vom höheren Zinsniveau, weil sie das Cash, das nicht für Margenerfordernisse gebraucht wird, zu +5% pro Jahr in US T-Bills anlegen können.



Stefan Steiner

Auf Seite 2 dieses Newsletters stellen wir eine solche Strategie für asiatische Aktien vor, die basierend auf fundamentalen Modellen und über eine systematische Umsetzung, ein Alpha von +10% pro Jahr erwirtschaftet. Diese handelsorientierten Strategien weisen zudem ein hohes Sharpe Ratio aus, da heisst, sie erarbeiten eine sehr attraktive risikoadjustierte Rendite (Rendite über Volatilität).

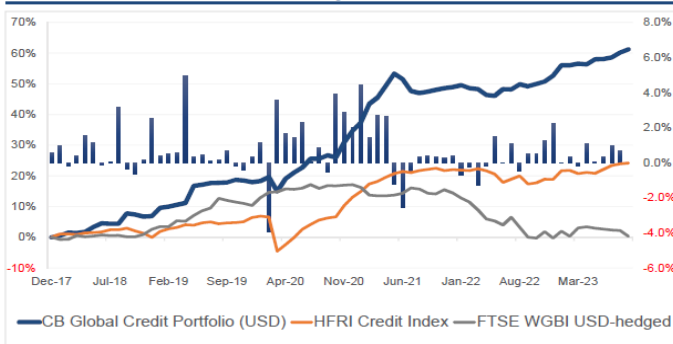
Bitte schreiben Sie Stefan Steiner auf [ss@cb-partners.com](mailto:ss@cb-partners.com) für weitere Informationen.

**Im Fokus**

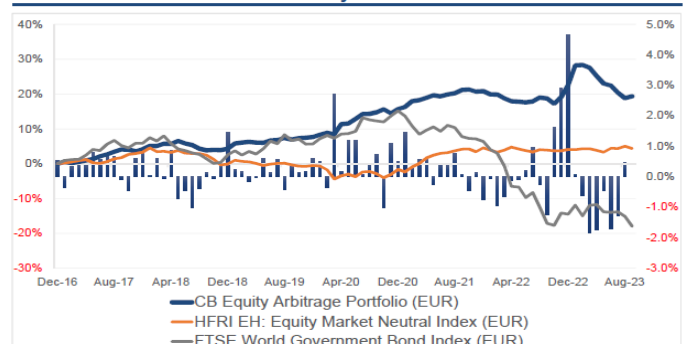
Kreditstrategien sind zunehmend interessant, weil der Kreditmarkt ein schwächeres Wirtschaftsumfeld deutlich stärker eingepreist hat, als der Aktienmarkt. Es gibt verschiedene Kreditnischen, die gute, teils doppelstellige Renditen versprechen und wo wir auf langjährige, erfahrene Hedge Fund Manager zählen können. Sie werden in der Lage sein, das Upside-Potenzial abzuschöpfen und das Portfolio gegen Korrekturen zu schützen. Das CB Global Credit Portfolio (USD) ist ein Vorschlag für ein neues Zertifikat, das bisher noch nicht lanciert wurde, aber mit verschiedenen Investoren diskutiert wird. Die Liquidität des Zertifikats wäre monatlich, da dies auch der Liquidität der Mehrheit der unterliegenden Fonds entspricht.

Trading-orientierte und marktneutrale Aktienstrategien haben in den letzten zwei Jahren sehr konstante Renditen erzielt. Sie konnten zeigen, dass sie in einem schwachen 2022 und einem positiven 2023 unabhängig von der Marktrichtung stetige, positive Renditen erwirtschaften konnten. Wir haben in dieser Strategie ein paar Manager evaluiert, die wir unseren Kunden empfehlen. Das CB Equity Arbitrage Portfolio (EUR) wird von diesen Managern ebenfalls profitieren und sollte sich über die nächsten 12 Monate gut entwickeln. Die Liquidität des Zertifikats ist zweiwöchentlich mit 15 Tagen Vorankündigung, das heisst man kann zur Monatsmitte oder zum Monatsende kaufen oder verkaufen.

Cumulative returns since January 2018



Cumulative returns since January 2017





### Investment Case - Asia Equity Market Neutral

#### Zusammenfassung

Das globale Aktienumfeld wird zunehmend schwieriger einzuschätzen. Inflation, Verschuldung und Konsum sagen zum Teil unterschiedliche wirtschaftliche Entwicklungen voraus. Während der Kreditmarkt eher vorsichtiger wird, ist der Aktienmarkt immer noch relativ teuer bewertet. In diesem Umfeld kämpft eine direktionale Strategie mit sehr viel Gegenwind, was zu plötzlichen schmerzhaften Verlusten führen kann. Wir fokussieren uns deshalb auf trading-orientierte und marktneutrale Strategien, die auf relative Aktienbewegungen setzen und keine bestimmte Marktentwicklung voraussetzen.

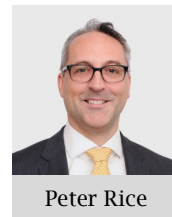
#### Diversifikation

Asien ist divers und mehrschichtig. Einerseits bestimmen in jedem Land unterschiedliche Faktoren die langfristigen Aktienpreise. Beispielsweise in China der Export oder in Taiwan der Technologie-sektor. Andererseits ist das Verhalten von Aktien je nach Kapitalisierung unterschiedlich. Grosskapitalisierte Unternehmen werden stark von ETF-Kapitalströmen und dem Verhalten globaler Investoren beeinflusst, während mittel- und kleinkapitalisierte Unternehmen in der Regel von lokalen Investoren und inländischen Themen dominierte werden.

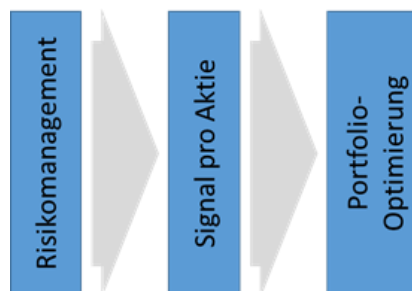
Diese unterschiedlichen Effekte sind für regelbasierte Strategien eine wichtige Voraussetzung um erfolgreich zu sein. Diese handelsorientierten Strategien halten über 2'000 Einzelaktien und bilden mit quantitativen Modellen Effekte ab, die statistisch gesehen, positive oder negative Kursveränderungen vorhersagen. Nimmt man verschiedene, voneinander unabhängige Effekte zusammen, führt dies zu einem stabilen und effizienten Portfolio, das sehr attraktive Renditen mit niedriger Volatilität erzielen kann.



Der vorgestellte Manager hat früher Geld für Millennium verwaltet und dabei hervorragende Renditen erzielt. Er hat seine Modelle weiterentwickelt und ergänzende Strategien integriert. Der Manager fokussiert auf nachvollziehbare Effekte und erfasst diese über robuste Modelle. Als Beispiel sind es Modelle, welche fundamentale Unternehmensdaten wie Bilanz und Erfolgsrechnung nehmen, wichtige Kennwerte errechnen und die Kennwerte in einer Optimierung zu einem Handelssignal pro Aktie verarbeiten



Neben guten und verlässlichen Handelssignalen spielt auch das Risikomanagement eine wichtige Rolle. Bei systematischen Managern ist das Risikomanagement meistens Bestandteil des Systems. Dies hat den Vorteil, dass es konsequent angewendet wird.



#### Umsetzung

Bei Trading-orientierten und marktneutralen Strategien steht die Alpha-Generierung im Vordergrund. Diese sind nicht oder nur wenig abhängig von der Marktichtung. Diese Ansätze haben meist beschränkte Kapazität und bedingen, dass man frühzeitig attraktive Portfoliomanager identifiziert. Ein erfolgreicher, marktneutraler Manager verbessert die Rendite und reduziert das Risiko eines Portfolios. Die risiko-adjustierten Renditen sind sehr attraktiv und die besten Strategien erreichen ein Sharpe Ratio von 2, was heisst das sie pro Risikoeinheit eine doppelt so hohe Rendite erreichen. Es gibt jedoch auch Marktphasen, die den Modellbasierten Managern Mühe bereiten, wie grosse Liquidationsmomente, wo Aktien unabhängig von der Qualität verkauft werden müssen.

Bitte schreiben Sie Peter Rice auf [par@cb-partners.com](mailto:par@cb-partners.com) für weitere Informationen.



#### Unbeobachtete Performance von Hedge Funds

Vikas Agarwal, Stefan Ruenzi und Florian Weigert untersuchen die unbeobachtete Performance (UP) von Hedge Funds, gemessen als risikobereinigte Renditedifferenz zwischen der gemeldeten Bruttorendite der Fonds und seiner Portfoliorendite, die aus seinen offengelegten Long-Aktien-Beständen abgeleitet wird. Fonds mit hohem UP übertreffen Fonds mit niedrigem UP risikobereinigt um 6,36% pro Jahr. UP steht in negativem Zusammenhang mit den Handelskosten der Fonds und positiv mit dem Aktienhandel innerhalb des Quartals, dem Einsatz von Derivaten, Leerverkäufen und nicht offengelegten Anlagen. Die Autoren zeigen, dass eine verminderte Aufmerksamkeit der Anleger ihre Reaktion auf UP verzögert und zu einer längerfristigen Vorhersehbarkeit der Leistung der Fonds führen kann.

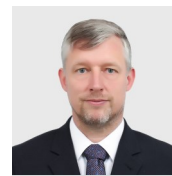
Eine auf UP basierende Investitionsstrategie liefert auch nach Berücksichtigung realer Handelsbeschränkungen und Transaktionskosten weiterhin positive Renditen. UP prognostiziert die Wertentwicklung des Fonds für bis zu drei Jahre in die Zukunft. Diese relativ langfristige Prognosekraft kann dadurch entstehen, da Anleger erst nach der Beobachtung der tatsächlich realisierten Performance reagieren, also mit erheblicher Verzögerung auf unbeobachtete Performance.

#### Sinkende Skalenerträge und Fähigkeit bei Hedge Funds

Yun Ling untersucht in seiner an der University of Sidney eingereichten Doktorarbeit zusammen mit Stephen Satchell und Juan Yao die Wertschöpfung von Hedge Funds anhand der Wertschöpfung definiert von Berk und van Binsbergen (2015). Sie kommen zu dem Ergebnis, dass ein Hedge Fund Manager im Durchschnitt monatlich 0,76 Mio. US-Dollar aus dem Markt erwirtschaftet. Sie liefern einen starken Beweis für die Beständigkeit dieser Wertschöpfung durch Hedge Funds Manager. Im Vergleich zu früheren Ergebnissen einer anderen Studie sind Hedge Fund Manager kompetenter als aktive Investmentfondsmanager, welche normalerweise 0,2 Mio. US-Dollar pro Monat erwirtschaften.

Von den drei Qualifikationsindikatoren - Kompetenzverhältnis, Honorarverhältnis und Gesamtvergütung - stellen sie fest, dass die Gesamtvergütung

den qualifizierten Manager ausserhalb der Stichprobe am besten identifiziert. Anleger in solch Wert produzierende Fonds profitieren zudem von einem besseren Risiko-Rendite-Verhältnis. Unter der Verwendung des Kompetenzverhältnis als Fähigkeitskennzahl könnten Anleger mit einem Zeithorizont von drei bis sechs Jahren eine Steigerung der Sharpe-Ratio um mindestens 13 % erreichen, indem sie in Fonds mit den höchsten Qualifikationen statt in Fonds mit den niedrigsten Qualifikationen investieren.



Armin Vogel

Während Hedge Funds in einem weniger wettbewerbsintensiven Markt agieren als Investmentfonds, weisen Performancegebühren nicht auf grössere Kompetenz hin. Der Wert, den Hedge Funds aus dem Markt erzielen können, hängt sowohl von der Rentabilität als auch von der Skalierbarkeit der Anlagestrategie ab.

Ihre Ergebnisse zur Gebührenstruktur legen nahe, dass Hedge Funds mit höheren Performancengebühren nicht unbedingt mehr Wert schaffen. Der Einfluss der Gebührenstruktur auf die Wertschöpfung hängt mit der Fondsstrategie zusammen. Hedge Funds mit einer Balance zwischen Skalierbarkeit und Rentabilität bieten den grössten Mehrwert. Sie dokumentieren, dass Hedge Funds mit besser skalierbaren Anlagestrategien tendenziell eine höhere Managementgebühr im Verhältnis zur Performancgebühr festlegen und daher stärker von der Managementgebühr abhängig sind, wohingegen Fonds mit profitableren Anlagestrategien tendenziell eine höhere Performancgebühr im Verhältnis zur Managementgebühr festlegen, das heisst, sie sind stärker anreizorientiert. Fonds, deren Strategie auf hoher Skalierbarkeit und geringer Rentabilität basiert und welche hohe Performancgebühr belasten, bieten weniger Mehrwert, da sie tendenziell zu gross sind. Fonds mit hoher Performancgebühr, deren Strategie auf geringer Skalierbarkeit und hoher Rentabilität beruht, bieten einen geringeren Mehrwert, da sie tendenziell zu klein sind.

*Falls Sie die obige Studien wünschen, kontaktieren Sie bitte [av@cb-partners.com](mailto:av@cb-partners.com).*