

Investieren in Hedge funds: Commodity trading advisers sind transparente, liquide und breit diversifizierte Anlagen (Teil 3)

In den Markttrends liegt der Schlüssel zum Erfolg

Von Markus Schellenberg und Matthias Wendt

Einer der Hauptnutzen klassischer Hedge funds ist ihre geringe Korrelation zu traditionellen Anlagen. Als eigenständige Stilrichtung weisen Commodity trading advisers (CTA) in fallenden Aktienmärkten keine oder eine negative Korrelation auf. Auf Grund ihrer hohen Volatilität sind sie jedoch stets als Beimischung zu Hedge-fund- und traditionellen Portfolios zu verstehen.

CTA haben zwar eine eigene Geschichte, haben sich aber in der Entwicklung immer mehr den klassischen Hedge funds angenähert. Standardisierte Rohstoffkontrakte wurden erstmals im Jahr 1865 in Chicago gehandelt, und der erste Futures fund ist 1949 entstanden. Mit der Einführung von Finanzkontrakten vor 28 Jahren begann ein neues Zeitalter im Futures-Bereich, und es setzte eine entsprechende Hochphase ein. Akademische Studien, technische Marktanalysen, Chartmodelle und Commodity pool operators lösten vor allem unter Privatinvestoren einen Nachfrageschub aus.

Computerentscheid?

CTA investieren in die weltweiten Futures-Märkte, versuchen frühzeitig Trends zu erkennen und sie profitabel umzusetzen. Je nach Modell und Zeitrahmen können CTA kurzfristige bis langfristige Anlagestrategien verfolgen. Grundsätzlich unterscheidet man zwischen systematischen und diskretionären Ausrichtungen. Beide Formen gehen davon aus, dass Kursbewegungen in gewissen Trends ablaufen und ihre Wendepunkte oder ihr Verlauf mit Hilfe analytischer Methoden vorhergesagt werden können. Der systematische CTA setzt die Ergebnisse um, ohne sie zu hinterfragen. Die Kauf- oder Verkaufstransaktion wird vom Computermodell ausgelöst. Der diskretionäre CTA benutzt dagegen sein Modell zur Vorbereitung der Kauf- oder Verkaufstransaktion. Seine endgültige Entscheidung basiert auf einer individuellen Einschätzung.

Neben Organisationstalent, einer hervorragenden technischen Ausrüstung sowie einem hohen Spezialisierungsgrad investiert ein erfolgreicher CTA viel Zeit und Geld in die Forschung und Entwicklung neuer Programme. Die kritische Schnittstelle liegt darin, eine Idee elektronisch umzusetzen und ein robustes Handelssystem zu entwickeln, das eine hohe Konsistenz in verschiedenen Marktbedingungen zeigt. Eine weitere Fähigkeit ist die ständige Verfeinerung des Risikokontrollsystems: Was passiert, wenn alle offenen Positionen gleichzeitig verlieren? Wie gross ist das Verhältnis zwischen durchschnittlich verwendetem und verfügbarem Kapital (Margin-to-equity ratio)? Wie hoch sind die Transaktionskosten im Verhältnis zum Eigenkapital? Die Beantwortung solcher klar strukturierter Fragen kann Aufschluss über das Risiko der verfolgten Strategie geben.

45 Mrd.\$ Vermögen

Seit einigen Jahren ist die CTA-Industrie von einigen grossen Vertretern und einer Reihe kleinerer und mittlerer Marktteilnehmer gekennzeichnet. Das verwaltete Gesamtvermögen beträgt rund 45 Mrd.\$, wobei die gewichtigen Akteure wie Campell & Co., John W. Henry, Chesapeake sowie AHL jeweils mehr als 1 Mrd.\$ verwalten. Die grossen Teilnehmer sind

mehrheitlich schon über 15 Jahre im Markt. Sie haben viel Geld in ihre Infrastruktur, das Marketing und die Forschung investiert und dadurch weitere Investoren angezogen.

Eine wichtige Aktion, die die ganze CTA-Branche beeinflusste, waren die Trainingsprogramme von Richard Dennis in den Jahren 1984 und 1985. Dennis war der Meinung, dass erfolgreicher Handel mit Futures anhand einiger weniger, einfacher Regeln erlernbar sei. Nach Anzeigen im «Wall Street Journal» und der «New York Times» wurden 1984 aus annähernd 1000 Bewerberinnen und Bewerbern zehn Kandidaten für ein Trainee-Programm ausgewählt und während zweier Wochen ausgebildet. Anschliessend begannen sie mit 100000\$ zu handeln.

Von den 23 Trainees in den zwei Jahren wurden 20 von Dennis übernommen. Gemäss den Aussagen ihres Chefs generierten alle eine über hundertprozentige jährliche Wertentwicklung. Mindestens neun der ursprünglich ausgebildeten Händler verwalten auch heute noch erfolgreich Kundengelder. «Trading ist leichter lernbar, als ich gedacht hatte», kommentierte Dennis das Ergebnis seines Experiments.

Reduziertes Risiko

CTA weisen einige interessante Charakteristika auf: Erstens sind sie mit traditionellen Anlagen gering bis negativ korreliert. Zweitens sind Futures-Märkte im Gegensatz zu klassischen Hedge funds stark reguliert (CFTC), sehr transparent, liquide und bieten eine breite Diversifikationsmöglichkeit in mehr als 100 verschiedenen Kontrakten, die sowohl von der Long- wie der Short-Seite gehandelt werden können. Drittens sind einige wenige Trends pro Jahr der Schlüssel zum Erfolg, und in Zeiten grosser Turbulenzen treten oftmals geballte Wertentwicklungsschübe auf. Die Gefahren und Risiken liegen vor allem in Zeiten mit hoher Volatilität, weil dann immer wieder Perioden mit signifikanten Verlusten (Draw downs) auftreten.

Über einen längeren Zeitraum betrachtet, kann aber gesagt werden, dass ein gut diversifiziertes Portfolio mit CTA das Risiko reduziert, weil es mit traditionellen Anlageinstrumenten tief korreliert. Trendlose Märkte, wie in den vergangenen 18 Monaten, stellen für Investoren und CTA die grösste Herausforderung dar, weil die Effizienz durch die realisierten Verluste leidet. CTA mit einem kurzfristigen Handel sind dann in der Regel erfolgreicher als solche mit einem langfristigen.

Eine unabdingbare Portfoliobeimischung

- Als strategische Komponente innerhalb einer Investition tragen Managed futures (Futures sind standardisierte Termingeschäfte) zu einer effizienten Diversifikation bei, da sie auch im Fall sinkender Aktien-, Anleihen- bzw. Immobilienpreise eine positive Wertentwicklung aufweisen können.
- Die geringe bis negative Korrelation von Managed futures im Vergleich zu traditionellen Anlagen ist auf Grund einer trendlosen und damit schwierigen Phase kritisch zu hinterfragen. Wir haben beobachtet, dass CTA nach neuen Wegen und Strategien suchen, um die Wertentwicklung ihres Portfolios zu verbessern und vermehrt direkte Aktienanlagen tätigen (Long/Short).
- Korrelation ist dann am sinnvollsten, wenn sie bei fallenden Märkten negativ und bei steigenden Null oder positiv ist.
- Was die Effizienz betrifft, so schneiden CTA weniger gut ab als Hedge Funds, sind aber wegen ihrer besonderen Rendite- und Risikoeigenschaften dennoch eine unabdingbare Portfoliobeimischung.
- Die Risikokontrolle erhält durch die vermehrte Institutionalisierung immer höhere Priorität.

Grafiken und Tabellen zu diesem Artikel:

http://www.finanzinfo.ch/upload/archiv/dossiers/artikel/dossier_pdfs/15-grafiken/15-3-S29-G1.pdf