

Multi-Asset-Portfolios und Hedge Funds

Multi-Asset-Portfolios konvergieren zu Hedge Funds

Hedge Funds gibt es seit Mitte der Neunziger Jahre. Von Multi-Asset Portfolios (MAP) hingegen spricht man in der Schweiz erst seit wenigen Jahren, obwohl es sich dabei teilweise um alten Wein in neuen Schläuchen handelt. Beide Anlagekategorien wenden teils komplexe Strategien an.

IN KÜRZE

Multi-Asset-Strategien gleichen immer mehr jenen von Hedge Funds. Die fehlende Transparenz und der Mangel an Vergleichsmöglichkeiten erschweren es, die Multi-Asset-Portfolios einzuschätzen.

MAPs sind in der Schweiz anfangs der Neunziger Jahre unter den Bezeichnungen Anlageziel-, Struktur- oder Asset-Allocation-Fonds aufgekommen. Das Angebot der Schweizer Banken an Anlagezielfonds war damals weltweit führend. Es stellte auch für Anleger mit kleinen Vermögen eine Alternative zu international diversifizierten Vermögensverwaltungsmandaten dar. Eine breite Diversifikation nach inländischen und ausländischen Aktien und Obligationen setzte grosse Vermögen voraus, was im Rahmen von Fondsanlagen besser möglich war als mit individuellen Vermögensverwaltungsmandaten. Parallel zu den Anlagezielfonds entstanden in den Neunziger Jahren auch sogenannte BVG-Stiftungsvermögen, ebenfalls MAPs, die sich an die gesetzlichen Restriktionen von BVV 2 hielten. Die häufigste Form von externen Vermögensverwaltungsmandaten waren bis Ende der Achtziger Jahre BVG-Vermögen. Erst in den Neunziger Jahren verbreiteten sich Mandate nach spezifischen Anlageklassen, die im Vergleich zu MAPs kosteneffizienter und leichter zu kontrollieren waren.

Taktische Abweichungen innerhalb Bandbreiten

Die meisten Mischfonds werden heute noch mit vorbestimmter strategischer Asset Allocation angeboten, in der Regel nach dem Aktienanteil abgestuft. Taktische Abweichungen gegenüber den strategischen Gewichten werden in der Regel innerhalb festgesetzter Bandbreiten bewusst eingegangen, Währungsrisi-

ken oft systematisch mit dem Einsatz von Forward- oder Futures-Kontrakten abgesichert.

Komplexere Strategien

Neuere Ausprägungen von MAPs beinhalten oft weitere Instrumente und komplexere Strategien (vergleiche Tabelle Seite XY).

Seit einigen Jahren verbreitet sich der Risk-Parity-Ansatz. Anstelle von strategischen Gewichten für die Kapitalallokation von Anlageklassen werden die Risikogewichte vorgegeben und gesteuert, was zu einer besseren Risikodiversifikation führt. Die Ergebnisse dieser Strategie waren in Zeiten fallender Zinssätze ansprechend. Bei steigenden Zinssätzen könnte sich die Risk-Parity-Strategie aber ungünstig auswirken, weil die Kapitalallokation für Obligationen hoch ausfällt und meistens sogar mit Leverage gearbeitet wird. Aufgrund dieses Hebels fahren viele Risk-Parity-Fonds ein enges, regelbasiertes Risikomanagement, das bei steigenden Korrelationen an seine Grenzen stösst, so zum Beispiel im Mai 2013. Etliche Produkte haben sich davon nicht vollständig erholt, obwohl die Basismärkte seither deutlich angezogen haben.

Echte und vermeintliche Innovationen

Den Anlagestrategien in MAPs sind kaum Grenzen gesetzt und die Angebote überschlagen sich mit echten und vermeintlichen Innovationen. En vogue sind derzeit Low-Volatility-Strategien. Erst in den letzten Jahren verbreitete sich

Dr. Peter Schwendner

Dozent und Leiter von daten-intensiven Forschungsprojekten auf Gebieten wie Kreditrisiken und Multi-Asset-Handelsstrategien an der ZHAW



Prof. Dr. Peter Meier

Leiter der Fachstelle Asset Management ZHAW und Mitglied von Anlagekommissionen von Pensionskassen



die Beobachtung, dass mit Aktien mit geringer Volatilität oder geringem Beta bessere Renditen erzielt werden können, was an sich im Widerspruch zur klassischen Kapitalmarkttheorie steht. Low-Volatility-Strategien beschränken sich jedoch meistens auf Aktienanlagen und sind somit keine Multi-Asset-Portfolios. Ähnliches gilt für Value-, Carry- oder Momentum-Strategien, die neuerdings vermehrt auch für Obligationen oder gar Immobilien zur Anwendung gelangen.

MAPs kommen in unterschiedlichsten Ausprägungen vor. Ursprünglich wurden gemischte Aktien- und Obligationenportfolios mit einzelnen alternativen Anlagen wie Private Equity oder alternativen Strategien wie Hedge Funds ergänzt. Unterdessen werden komplexe MAPs angeboten, die von grossen, arbeitsteiligen Teams gemanagt werden und unterschiedlichste Strategien anwenden. Sie investieren ähnlich wie Managed Futures oder Global Makro Hedge Funds.

Hedge-Fund-Strategien

Die meisten Managed-Futures-Portfolios handeln mit mehreren Futures-Klassen wie Aktien, Obligationen und Rohstoffen. Sie unterscheiden sich aber von MAPs durch eine intensivere Nutzung von Leerverkäufen. Die Mehrzahl der Managed-Futures-Portfolios sind Trendfolger und erzielen ihre grössten Gewinne bei starken nachhaltigen Kursverlusten. Ähnliches gilt für Global Makro Hedge Funds, was Leerverkäufe be-

trifft. Im Unterschied zu Managed Futures sind ihre Strategien weniger systematisch, sondern von wichtigen Makrotrends getrieben. Banken können MAPs auch als synthetisches Indexprodukt anbieten, das vom Eigenhandelsdesk dann mit liquiden Futures gehedgt wird. Der Nachteil dieser Produkte ist der kurze Track Record, sie sind dafür billiger.

MAPs können also ähnliche Treiber aufweisen wie Managed Futures oder Global Makro Hedge Funds, sie verfolgen jedoch meistens Long-only-Strategien. Sowohl MAPs als auch Hedge Funds sind extrem heterogen sowohl im Hinblick auf die Anlageziele als auch auf die Anlagestrategie. MAPs bieten dem Investor Diversifikation an, nicht nur über Anlageklassen, sondern insbesondere auch über Anlagestrategien. Forschungsergebnisse zeigen, dass sich die Korrelationen zwischen Strategien wie Value und Momentum als stabiler erweisen als jene zwischen Anlageklassen wie Aktien und Obligationen.

Hedge Funds und MAPs konvergieren

Der Unterschied von Hedge Funds zu MAPs ist, dass erstere im Gegensatz zu MAPs meistens nur eine Strategie verfolgen, zum Beispiel Long-Short Equity Europe oder Merger Arbitrage in den USA. Aus Investorensicht drängt sich deshalb eine Diversifikation über mehrere Hedge-Fund-Strategien geradezu auf. Rund ein Viertel der Hedge-Fund-Investments erfolgt deshalb nicht direkt

in Hedge Funds, sondern indirekt via Fund of Hedge Funds.

In den letzten Jahren sind die Überlappungen zwischen Hedge Funds und MAPs gestiegen. Der durchschnittliche Hedge Fund und dessen Management Firmen sind stark gewachsen, viele der grossen Hedge Funds wenden mehrere Strategien an und investieren in mehrere Anlageklassen. Dadurch weisen sie auch Merkmale von MAPs auf. Andererseits gibt es vermehrt MAPs, die Hedge-Fund-Strategien anwenden, wie Leverage, Leerverkäufe und Derivate. Während für moderne MAPs aufgrund ihrer Vielfalt und ihrer kurzen Geschichte kaum Performancevergleiche möglich sind, sind die Resultate von Hedge Funds seit 30 Jahren transparent und sehr gut erforscht. ■

Multi-Asset-Strategien und Hedge Funds

Traditionelle Anlagen

- Cash
- Staatsobligationen
- Unternehmensobligationen
- Aktien Inland
- Aktien Ausland
- Immobilien

Multi-Asset-Strategien

- Währungsabsicherung
- Strategische und taktische Asset Allocation
- Risk Parity
- Low Volatility
- Value, Carry, Momentum

Alternative Anlagen

- Private Equity
- Private Debt
- Rohstoffe
- Infrastruktur
- Insurance Linked
- Immobilien

Alternative Strategien bzw. Hedge Funds

- Long-Short Aktien
- Merger Arbitrage
- Distressed Credit
- Fixed Income Arbitrage
- Convertible Arbitrage
- Equity Market Neutral

Managed Futures und Global Macro