



## Hedge me if you can

Der Mai 2012 war der schlechteste Monat für Hedgefonds im laufenden Jahr. Wieder einmal konnten die alternativen Strategien also in einer überdurchschnittlich negativen Aktienphase nicht punkten. Wer sich, wie so mancher sarkastische Kolumnist, darüber wundert, hat allerdings ein mangelhaftes Verständnis von dem, was Hedgefonds können und was eben nicht.

Der Dow Jones/Credit Suisse Hedge Fund Index schloss im Mai mit einer Monatsveränderung von 1,3 Prozent, der HFRX von Hedge Fund Research verlor 1,7 Prozent. Bloomberg meldete, gestützt auf die eigene Hedgefonds-Datenbank, sogar einen durchschnittlichen Monatsverlust von 2,9 Prozent. Einig waren sich alle drei Quellen darüber, dass die Hedgefonds-Branche den schlechtesten Monat seit dem vergangenen September verzeichnet hat. Und weil im Mai auch der Aktienmarkt tief gefallen ist, werden die bei einem solchen Zusammentreffen üblichen Kommentare auch diesmal wieder da und dort zu hören sein. Deren Tenor: „Hedgefonds bieten, ihrem Namen zum Trotz, nicht einmal Schutz gegen abstürzende Börsen.“ Derartige Statements basieren freilich auf einem fundamentalen Irrtum über die Eigenschaften der alternativen Anlageinstrumente. Zwar bedeutet „to hedge“ tatsächlich „absichern“, aber Hedgefonds tragen diesen Namensbestandteil keineswegs, weil man sich mit ihrer Hilfe gegen irgendet-

was absichern sollte. Dass man es mit manchen dennoch kann, trägt bisweilen zur Verwirrung bei, doch davon später. Vielmehr geht die Bezeichnung auf die 1949 gegründete Investmentgesellschaft A.W. Jones & Co. zurück. Alfred Winslow Jones erfand dafür die Bezeichnung „Hedged Fund“, weil der Fonds eine von ihm entwickelte Absicherungsstrategie für das gehandelte Aktienportfolio durch Leerverkäufe anwandte (die ursprüngliche Strategie kam einem Beta neutralen Ansatz sehr nahe, lange bevor das Beta erfunden war)<sup>1</sup>. Erst ab den späten 1960ern bürgerte sich die Bezeichnung „Hedge Fund“ in den USA als Sammelbezeichnung für so ziemlich jedes Konstrukt ein, das nicht von der Börsenaufsicht erfasst war und mit Wertpapieren handelte – ob nun mit oder ohne Absicherung. Heute fällt praktisch alles, das über simples Buy & Hold von Aktien und Anleihen hinausgeht, in die Hedgefonds-Schublade, deren Kategorisierung und Beobachtung sich zu einem eigenen, lukrativen Business entwickelt hat. Diese Hedgefonds-Index Branche hat es zwar bis heute nicht geschafft, sich in allen Segmenten auf allgemein verbindliche Kategorien zu einigen, weshalb nicht immer ganz klar ist, wer jeweils was misst. Aber die über die Einzelstile hinweg berechneten Gesamtindizes sind doch recht konsistent. Und sie zeigen zwei wesentliche Eigenschaften:

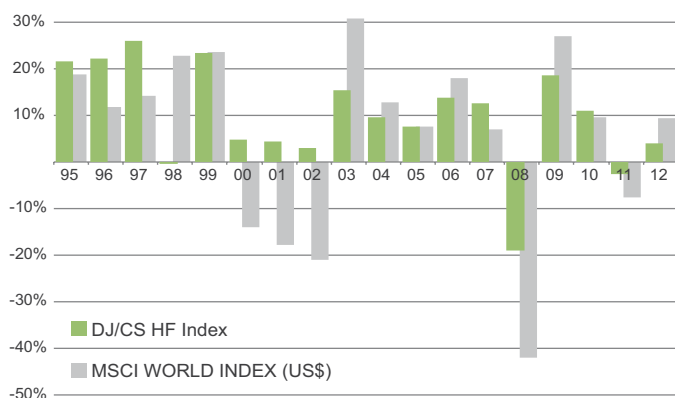


Abb. 1: Jahresrenditen von Hedgefonds (Dow Jones/Credit Suisse Hedgeindex) und Aktien (MSCI World Index) seit 1995. 2012: Rumpffahr per 30.4.

Quellen: Bloomberg, S&P/CS

1.) Der breite Durchschnitt aller Hedgefonds war seit Beginn der Aufzeichnungen problemlos in der Lage, den Aktienmarkt zu schlagen.

2.) Wenn Aktien besonders schlecht gelaufen sind, dann erzielten auch Hedgefonds die schlechtesten Ergebnisse – nur eben weniger schlechte als Aktien.

<sup>1</sup> Vgl. „A.W. Jones, The First Hedge Fund“, <http://www.awjones.com>

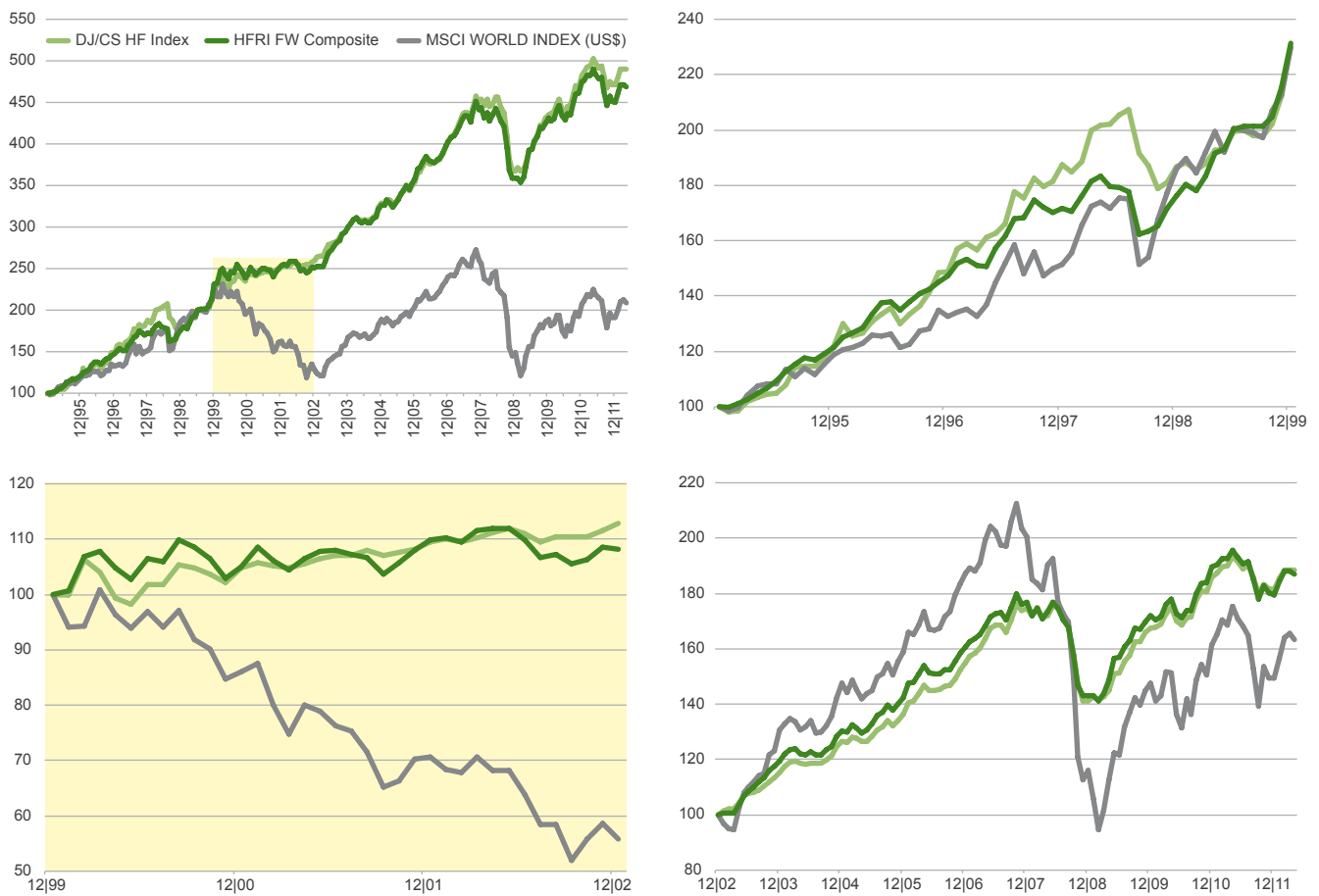


Abb. 2: Indexierte Wertentwicklung der breiten Hedgefonds-Indizes von Dow Jones/Credit Suisse (kapitalgewichtet) und Hedge Fund Research (gleichgewichtet). Oben links: gesamter Betrachtungszeitraum 01/1995 - 04/2012. Die weiteren Charts: jeweils wieder indexiert in den Zeiträumen 01/1995 - 12/1999 (oben rechts), 01/2000 - 12/2002 (unten links) und 01/2003 - 04/2012 (unten rechts). Lediglich im Bärenmarkt zwischen 2000 und Ende 2002 haben sich die Hedgefonds-Indizes vom Aktienmarkt fast vollständig abgekoppelt (jeweils hellgelb unterlegt). Das gelang in der Finanzmarktkrise nach 2007 nicht im gleichen Maß.

Quellen: Dow Jones/Credit Suisse, Hedge Fund Research, Bloomberg, Eigenberechnung

## Outperformance: Woher sie kommt

Als Proxy für die historische Performance von Hedgefonds verwenden wir primär den Dow Jones Credit Suisse Hedge Fund Index (DJ/CS Index), einen „Klassiker“ unter den alternativen Benchmarks, für den Zeitraum 1995 bis dato. Dieser Index ist kapitalgewichtet und durch relativ strenge Kriterien bei der Aufnahme von Indexfonds eher qualitativ ausgerichtet. Weil der DJ/CS Index dadurch naturgemäß große Fonds übergewichtet, sehen wir uns zum Vergleich auch den gleichgewichteten und breiteren HFRI Composite von Hedge Fund Research an. Die beiden Benchmarks zeigen über den Gesamtzeitraum eine hoch positive Korrelation von 0,83. Im aktuellen Fünfjahresfenster korrelieren die Monatsrenditen sogar nahezu perfekt

(Koeffizient: 0,97), was darauf hindeutet, dass sich die jeweiligen Zusammensetzungen angenähert haben. Beide Indizes produzieren über die Zeit zudem sehr ähnliche absolute Renditen, was bei einem Blick auf die Charts in Abbildung 2 augenfällig ist.

Als Benchmark für den Aktienmarkt dient der MSCI World Index in US-Dollar. Vergleicht man nun den Wertverlauf der Hedgefonds-Indizes mit dem MSCI World, so genügt bereits der Chart, um ganz ohne große Rechnereien zu erkennen, dass insgesamt ein signifikanter Zusammenhang bestehen muss, welcher sich lediglich im Verlauf des Bärenmarktes zwischen 2000 und 2003 zeitweise auflöst. Um das noch deutlicher zu machen, als man es im indexierten Chart für die gesamte Strecke sehen kann, haben

	Korrelation zum MSCI World Index (USD)	
	01/1995 - 04/2012	05/2007 - 04/2012
DJ/CS HF Index gesamt	0.61	0.82
Convertible Arbitrage	0.44	0.66
Dedicated Short Bias	-0.74	-0.77
Emerging Markets	0.63	0.83
Equity Market Neutral	0.30	0.33
Event Driven	0.69	0.79
Fixed Income Arbitrage	0.39	0.63
Global Macro	0.23	0.37
Long/Short Equity	0.71	0.89
Managed Futures	-0.02	0.02
Multi-Strategy	0.50	0.74

Tabelle 1: Korrelation des Dow Jones/Credit Suisse Hedgeindex und seiner Subindizes mit dem MSCI World über den gesamten Betrachtungszeitraum und während der letzten fünf Jahre.  
Basis: Monatsrenditen  
Quellen: Dow Jones/Credit Suisse, Bloomberg; Eigenberechnung

wir die drei Teilabschnitte (vor 2000, 2000-12/2002 und nach 2003) nochmals getrennt indexiert.

Wenig überraschend zeigen beide Hedgefonds-Indizes über die gesamte Zeit auch hoch positive Korrelationen zum MSCI World. Für den DJ/CS Index ermitteln wir 0,61, für den HFRI sogar 0,81. Nach 2002 nimmt dieser Zusammenhang nochmals signifikant zu – für die Periode zwischen 2003 und dem April 2012 steigt die Korrelation auf 0,81 für den DJ/CS Index bzw. auf 0,89 für den HFRI.

Was sich sowohl in den Wertverläufen als auch in den statistischen Kennzahlen zeigt, macht lediglich eine altbekannte Tatsache sichtbar: das Gros der Hedgefonds hängt vom Aktienmarkt ab und ist zudem long-biased – also auf der Kaufseite Übergewichtet. Im DJ/CS Index entfallen derzeit etwa 50 Prozent des Gewichts auf überwiegend aus Aktien-Beta bestehende Stile (Long-/Short Equity, Event Driven und Emerging Markets). Aber auch fast alle anderen Subindizes, selbst jene, die per Definition gar keine Aktien handelt (Fixed Income Arbitrage), zeigen eine positive Langzeit-Korrelation größer 0,3 zum Aktienmarkt. Im kürzeren Fenster von fünf Jahren nimmt der Zusammenhang über die Mehrzahl aller Subindizes hinweg noch zu<sup>2</sup> (siehe Tabelle 1), weshalb der Gesamtindex gar nicht anders kann, als hoch korreliert zum Aktienmarkt zu sein.

Die häufige Meinung, dass sich ein Mix aus Hedgefonds besonders zur Diversifikation eignen würde, erscheint in diesem Licht zumindest fragwürdig. Viel eher empfehlen sich insbesondere die Aktienstrategien wegen ihrer deutlich besseren Risiko-/Ertragsrelationen als Ersatz für konventionelles Equity-Exposure.

Die wenigen verbleibenden Strategien, welche zwischen sehr gering und klar negativ korreliert zum Aktienmarkt sind, lassen sich an einer Hand abzählen:

1.) Dedicated Short Bias, also Aktien invers. Eine Nischenstrategie, die als einzige tatsächlich einen echten Aktien-Hedge bieten soll, in der Praxis allerdings einige Tücken hat. Manager, die in der Lage sind, positive Langzeitrenditen zu erzielen, muss man nämlich mit der Lupe suchen. Die Strategie lag per Ende April im 5-Jahres-Fenster fast 40 Prozent unter Wasser – was eine ziemlich teure Versicherung für jene kurzen Perioden darstellt, in denen die Short-Seller verdienen, während Aktien abtauchen.

2.) Equity Market Neutral, also Aktien möglichst ohne Beta. Mittlerweile ebenfalls eine Nischenstrategie, deren Track-Record zudem durch den Madoff-Betrug vergiftet ist: Der Teilindex verlor nach dem Zusammenbruch der großen Madoff-Feeder-Funds im November 2008 auf einen Schlag rund 40 Prozent und konnte sich danach kaum mehr erholen.

3.) Global Macro, also Multi-Asset-Wetten auf die großen makroökonomischen Bewegungen (der Zukunft). Dieser, ursprünglich von fundamental-diskretionären Managern bestimmte Stil, war während der 1990er Jahre dominant in der Hedgefonds-Welt und vereinigte zeitweilig fast zwei Drittel der Assets auf sich. Global Macro geriet nach der spektakulären Pleite von Long Term Capital Management, des Supertankers unter den Hedgefonds, 1998 ein wenig in Verruf, ist aber immer noch ein bedeutendes und ertragstarkes Segment mit relativ geringer Korrelation zum Aktienmarkt.

4.) Und schließlich: Managed Futures, ebenfalls Multi-Asset, aber in aller Regel systematisch, quantitativ und mehrheitlich trendfolgend. Diese Strategie blieb auch in den vergangenen fünf Jahren praktisch unkorreliert zum Aktienmarkt. Kenner von Managed Futures wissen freilich: Das ist nur die halbe Wahrheit.

## Beta mit wechselndem Vorzeichen

Für Puristen gehören Managed Futures gar nicht zu den Hedgefonds, sondern sie stellen als „CTAs“ (Commodity Trading Advisors) eine eigenständige Kategorie dar. Dafür

<sup>2</sup> Ein möglicher Grund dafür wäre eine Zunahme der Intermarkt-Korrelationen (z.B. Rohstoffe zu Aktien oder Bonds zu Aktien).

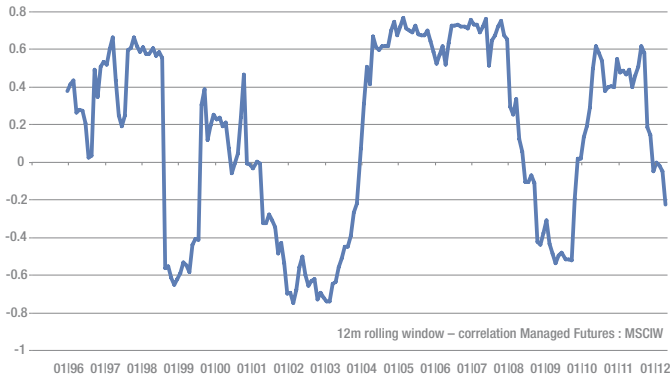


Abb. 3: Korrelation der jeweils letzten 12 Monatsrenditen des DJ/CS Managed Futures Sub-Index mit dem MSCI World Index im rollenden Zeitfenster: Ständiger Wechsel. Quellen: Bloomberg, S&P/CS; Eigenberechnung

werden eine Reihe guter Gründe angeboten. Die meisten davon sind historischer oder ideologischer Natur – etwa, dass Managed Futures schon (knapp) vor der Gründung von A.W. Jones erfunden waren, die Herkunft von den Rohstoff-Terminmärkten (statt Aktienbörsen) eine Unterscheidung rechtfertigt oder auch die frühe Regulierung der CTAs, welche bei Hedgefonds immer noch weitgehend fehlt. Viele Hedgefondsindizes haben Managed Futures daher erst spät integriert und manche, wie etwa jener von Barclay, beinhalten auch heute noch keine Managed Futures (dort werden sie getrennt im eigenen CTA-Index geführt). Für Praktiker ist diese Unterscheidung aber obsolet geworden. Wegen der Ausweitung der ehemals reinen Rohstoff-Futuresbörsen auf Währungen, Aktien und Fixed Income und dem Trend aller „Alternative“-Investmentstile zu statistisch begründeten Handelsmodellen, sind die beiden Klassiker Global Macro (Hedgefonds) und Managed Futures (CTA) nicht mehr ganz einfach zu trennen.

## Das Long-Straddle Profil von Managed Futures

Die für den Investor einzig wesentliche Unterscheidung zwischen klassischen Hedgefonds und ebenso klassischen CTAs ist in Wahrheit die folgende: Der klassische Hedgefonds in der Tradition von Alfred Winslow Jones versucht, das Marktrisiko (Beta) so weit als möglich auszuschalten und den Markt durch überlegene Titelselektion (Alpha) zu schlagen. Der klassische Managed Futures

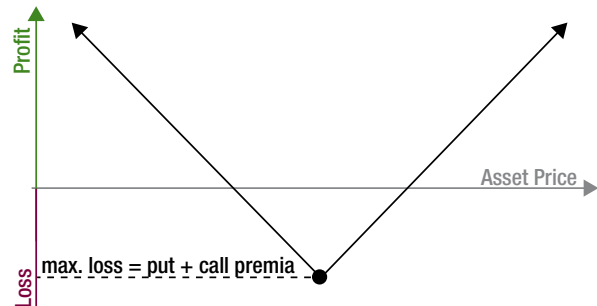


Abb. 4: Schematische Darstellung des Auszahlungsprofils bei einem Long-Straddle. Steigt oder fällt der Preis des Basiswerts um einen höheren Betrag als die Kosten (Prämien) für die Put- und Call-Option, ist die Strategie profitabel.

Fonds ist dagegen ein trendfolgender Beta-Investor: er nimmt bewusst Marktrisiko in Kauf und versucht, die Überrendite durch taktische Wechsel zwischen der Long- und Short-Seite zu erzielen. Dieses Anlagemodell führt zu einem ständigen Wechsel zwischen positiver und negativer Marktkorrelation (Abbildung 3) und damit zu einer einzigartigen Rendite-Verteilung. Diese entspricht annähernd dem V-förmigen Auszahlungsprofil eines Long-Straddle – also einer Optionsstrategie, bei welcher jeweils ein Put und ein Call auf den gleichen Basiswert zum gleichen Ausübungspreis und Verfallstermin gekauft wird (Abbildung 4). Weil die meisten Managed Futures ihre Strategien über alle Anlageklassen hinweg anwenden und heute neben Trendfolge auch andere quantitative Modelle einsetzen, findet man dieses V-förmige Renditeprofil nicht in Reinform, wenn man es zum Aktienmarkt in Bezug setzt. Gut erkennbar bleibt es dennoch (siehe Abbildung 5).

Wegen der hohen und historisch ziemlich robusten Überrenditen von Managed Futures in den besonders schlechten Aktienperioden stellt diese alternative Anlageklasse

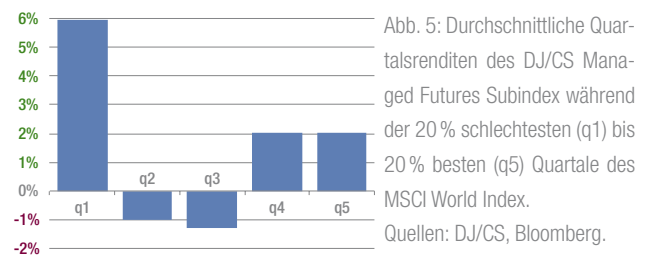


Abb. 5: Durchschnittliche Quartalsrenditen des DJ/CS Managed Futures Subindex während der 20% schlechtesten (q1) bis 20% besten (q5) Quartale des MSCI World Index. Quellen: DJ/CS, Bloomberg.



eine der wenigen Investment-Chancen dar, die tatsächlich einen ziemlich verlässlichen Hedge für den Fall hoher Aktienverluste während eines Bärenmarktes bieten und gleichzeitig mit einer langfristig positiven Performance aufwarten können. Auch im Mai 2012 ist der Hedge im übrigen aufgegangen: Die Managed Futures Gruppe im DJ/CS Index legte mit 2,38 % Monatsperformance ein überdurchschnittliches Ergebnis hin.

Natürlich haben die mehrheitlich trendfolgenden Futures-Strategien auch Nachteile – oder anders gesagt: Es gibt Marktumgebungen, in denen sie nicht punkten können. Auch hier hilft wieder der Long-Straddle-Vergleich zum besseren Verständnis. Der Deal ist nur dann profitabel, wenn sich der Basiswert der Option stärker bewegt als es der eingesetzten Optionsprämie entspricht. Das ist offensichtlich dann nicht möglich, wenn der Preis des Assets nur gering und richtungslos schwankt. Zeiten richtungsloser Volatilität sind demnach auch schlecht für Long-/Short-Trendfolgestrategien.

Daraus lässt sich im Übrigen auch die mehr als doppelt so starke Managed Futures Performance während der schlechtesten Aktien quartale im Vergleich zu den besten erklären: Wir beobachten die Spitzenwerte in den Intermarktkorrelationen zwischen Aktien und anderen Assetklassen während der ausgeprägtesten Stressphasen wie etwa im Herbst 2008. In solchen Szenarien verhalten sich Aktien, Rohstoffe und Fluchtwährungen (insbesondere US-Dollar und Franken) nahezu perfekt synchron – Anlei-

hen mit höchster Bonität und Risikowährungen ebenfalls, aber mit umgekehrtem Vorzeichen. Das Ergebnis sind (volatile) Trendmärkte in allen Asset-Klassen und somit ein ideales Umfeld für diversifizierte Trendfolger. In Aktien-Aufwärtsmärkten sind dagegen die Volatilitäten und die Intermarkt-Korrelationen weit weniger ausgeprägt – in den diversifizierten Managed Futures Programmen werden dann Gewinne im Aktiensegment eher durch Verluste in anderen Asset-Klassen gemindert.

Ideal wäre also, wenn man Managed Futures während Aktienbaissen stärker gewichten würde als in Bull-Märkten. Derartige Timing-Überlegungen sind aber ähnlich gering praktikabel, wie die möglichst zeitnahe Errichtung einer Versicherung vor dem tatsächlichen Schadensereignis – das schaffen nämlich nur Versicherungsbetrüger zuverlässig.

Fazit: Managed Futures bewegen sich in einem regulierten Umfeld und auf hochgradig transparenten Märkten (was sie von typischen Hedgefonds unterscheidet). Mit ihrem statistisch sehr robusten Renditeprofil können sie das Downside-Risiko von Aktien plausibel abhedgen. Voraussetzung ist natürlich, dass man sie rechtzeitig und in ausreichender Gewichtung im Portfolio hat. Und: Volatilität muss hier durchaus kein Nachteil sein – eine idente Sharpe Ratio vorausgesetzt, benötigt man von einem Managed Futures Fonds mit z.B. 20 Prozent Volatilität nur halb soviel, wie von einem anderen mit 10 Prozent Volatilität, um das gleiche Aktienexposure abzusichern.

# Wichtige Hinweise

## Rechtliche Hinweise:

Dies ist eine Marketingmitteilung im Sinne des WAG 2007. Inhalt und Struktur dieser Unterlage sind urheberrechtlich geschützt. **Vervielfältigung oder Weitergabe von Informationen oder Daten, insbesondere die Verwendung von Texten, Textteilen oder Bildmaterial bedürfen der vorherigen Zustimmung der FTC Capital GmbH.**

Die Inhalte dieser Unterlage dienen ausschließlich der unverbindlichen Information und sind weder als Angebot noch als Aufforderung zum Kauf bzw. Verkauf oder als eine Empfehlung zugunsten irgendwelcher Finanzinstrumente zu verstehen.

Dow Jones Credit Suisse Hedge Fund Indexes sind ein Produkt von Dow Jones Indexes und Credit Suisse Group AG ("Credit Suisse"). HFRI ist ein eingetragenes Warenzeichen von Hedge Fund Research, Inc.

Alle Informationen wurden von der FTC Capital GmbH mit der größtmöglichen Sorgfalt unter Verwendung von als zuverlässig geltenden Quellen erstellt. FTC Capital GmbH ist bestmöglich bestrebt zu gewährleisten, dass Vergleiche von Finanzinstrumenten aussagekräftig sind und in einer redlich und ausgewogenen Weise dargestellt werden. Trotzdem kann FTC keinerlei Haftung oder Garantie für die Aktualität, Richtigkeit, Vollständigkeit oder dauerende Verfügbarkeit von in dieser Unterlage bereitgestellten Informationen übernehmen.

Die jeweils aktuellen veröffentlichten Prospekte samt allfälligen ändernden oder ergänzenden Angaben, sowie Halbjahres- und Jahresberichte in der jeweils aktuellen Fassung sämtlicher hierin genannten Fonds können kostenlos insbesondere bei FTC Capital GmbH bezogen werden. Weitere Abholstellen und das Datum der jeweils letzten Prospektveröffentlichung in Österreich bzw. in Ländern, in welchen die Fonds zum öffentlichen Vertrieb zugelassen sind, geben wir auf Wunsch gerne bekannt. Für Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der Inhalte dieser Unterlage wird nicht garantiert.

## Warnhinweise und Risiken:

**Jede Kapitalanlage ist mit einem Risiko verbunden. Kurse können sowohl steigen als auch fallen.**

Wertentwicklungen beziehen sich auf die Vergangenheit. Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse.

Das von FTC zum Einsatz gebrachte Computersystem verwendet bestimmte Strategien, die auf der Zuverlässigkeit und der Genauigkeit von Analysemodellen beruhen. Sollten sich diese Modelle (oder die ihnen zugrunde liegenden Annahmen) als nicht richtig erweisen, so entspricht die Performance möglicherweise nicht den Erwartungen, was substantielle Verluste für den Fonds und damit für die Investoren zur Folge haben kann. Der Nettoinventarwert von Investmentfonds unterliegt in unterschiedlichem Maße Schwankungen und es gibt keine Garantie dafür, dass die Anlageziele erreicht werden.

Managed Futures-Strategien können hohe Gewinne erzielen, bergen aber auch entsprechend hohe Risiken, die zu einem beträchtlichen Verlust des eingesetzten Kapitals führen können. Futures sind Instrumente mit starker Hebelwirkung. Daher kann bereits eine im Vergleich zum eingesetzten Kapital relativ kleine Kursbewegung des zugrunde liegenden Basiswerts zu erheblichen Vermögensverlusten führen. Marktbewegungen können stark ausfallen und sind unvorhersehbar. FTC kontrolliert diese Risiken durch systematisches Risikomanagement und stellt im Rahmen des Möglichen sicher, dass sich die Risiken aus dem Futures-Handel innerhalb festgelegter Grenzen bewegen.

## Rückfragehinweis:

FTC Capital GmbH  
 Praterstraße 31/11 | 1020 Vienna | Austria  
 www.ftc.at | office@ftc.at  
 +43-1-585 61 69-0  
 Firmenbuch: 131215p | Handelsgericht Wien