

Absolut alternative

Liquide alternative Anlagestrategien
für institutionelle Investoren

Smart Beta
Factor Investing
Long/Short
Digital Assets
Markt/News

01

Im Fokus

Liquid Alternatives: UCITS- und Offshore-Strategien

Dr. Jan Tille | Absolut Research GmbH

Liquid Alternatives: UCITS- und Offshore-Strategien

Analyse der Performance-Unterschiede



Hintergrund

Publikumsfonds mit alternativen Anlagestrategien haben sich am Markt neben den traditionellen Offshore-Vehikeln etabliert. Ermöglicht wurde dies in Europa durch die bereits Anfang des Jahrtausends veränderten UCITS-Regularien, die Fonds erlaubten, Derivate auch für Anlagezwecke einzusetzen. Begünstigt wurde die positive Entwicklung durch die Erfahrungen hiesiger Anleger während der Finanzkrise sowie ihre Suche nach diversifizierenden aber regulierten Anlagestrategien.

Dem Vorteil der erhöhten Liquidität steht die strengere Regulierung entgegen, durch die die Anlagemöglichkeiten der Fonds eingeschränkt werden. Darunter fallen unter anderem strengere Positionsgrenzen (5-10-40-Regel) oder auch explizite Verbote, in bestimmte Vermögenswerte zu investieren. Durch die Einengung der Anlagemöglichkeiten besteht somit die Gefahr, dass die Vorteile liquider Long/Short-Strategien nicht vollständig zum Tragen kommen und Renditepotenzial verschenkt wird. Da das Hedgefondssegment jedoch sehr heterogen ist und liquidere sowie weniger liquide Anlageklassen und Strategien umfasst, muss sich die strengere Regulierung nicht in jedem Falle in einer geringeren Performance niederschlagen. Auf der anderen Seite bietet eine striktere Regulierung unter Umständen einen Schutz vor höheren Verlusten, da in Krisenzeiten illiquidere und mit höheren Risiken behaftete Anlagen von den Anlegern gemieden werden.

Rendite-Risiko-Vergleich

Für die Performance-Analyse auf Strategieebene werden die UCITS-Fonds zu größeren Gruppen zusammengefasst. Insgesamt werden sechs größere Segmente einbezogen: Long/Short-Equity, Equity Market Neutral, Event Driven, Fixed-Income-Strategien, Global Macro und Managed Futures. Für Vergleichszwecke werden die entsprechenden HFRX- und HFRI-Indizes des Anbieters Hedge Fund Research verwendet. Die HFRX-Indizes sind investierbare und nach einer UCITS-konformen Methodik konstruierte Indizes, die die Performance von Managed Accounts abbilden. Durch ihre UCITS-konforme Methodik können sie beispielsweise als Finanzindex über Derivate in einen UCITS-Mantel überführt werden. Die HFRI-Indizes bilden die Performance des gesamten Offshore-Universums ab und sind somit repräsentativ für die Performance liquider alternativer Strategien. Der Analysezeitraum umfasst Januar 2009 bis Dezember 2019.

ABBILDUNG 1 zeigt, dass UCITS-Fonds tendenziell niedrigere Renditen erzielen als Offshore-Fonds, insbesondere wenn das gesamte Universum als Referenz (HFRI-Indizes) betrachtet wird. Demnach fallen die jährlichen Renditen der Offshore-Fonds je nach Segment um bis zu 5 Prozentpunkte höher aus. Ein Vergleich mit den investierbaren HFRI 500 Indizes, die jeweils die größten investierbaren Offshore-Fonds abbilden, kommt zu einem qualitativ ähnlichen Ergebnis. Allerdings erzielten UCITS-Vehikel in einigen Strategiegruppen (Equity Long/Short, Equity Market Neutral und Managed Futures) höhere Renditen als die auf Managed Accounts basierenden HFRX-Indizes.

Die geringeren Renditen der UCITS-Fonds gehen einher mit einer gegenüber den Offshore-Vehikeln geringeren Standardabweichung. Auch die Maximalverluste der UCITS-Vehikel waren in der Regel niedriger als jene der Offshore-Fonds.

Als Zwischenfazit kann somit festgehalten werden, dass Anleger in UCITS-Fonds im Mittel auf Renditen verzichten müssen, dafür jedoch geringeren Verlustrisiken ausgesetzt sind.

UCITS-Regularien begrenzen Risiken, können jedoch Strategien einengen

Niedrigere Renditen aber deutlich reduzierte Risikokennzahlen der UCITS-Vehikel

1 Performance liquider alternativer UCITS und Offshore-Fonds

Januar 2009 – Dezember 2019

		Rendite (p.a.)	Standard-abweichung	Max. Drawdown	Korrelation	Tracking Error (p.a.)
Equity Long/Short	UCITS	3,08 %	4,83 %	-9,07 %		
	HFRX	2,20 %	6,23 %	-19,12 %	0,863	3,19 %
	HFRI	6,36 %	7,33 %	-13,17 %	0,919	3,46 %
Equity Market Neutral	UCITS	-0,07 %	1,45 %	-8,07 %		
	HFRX	-0,80 %	3,47 %	-10,97 %	0,298	3,34 %
	HFRI	2,42 %	2,27 %	-5,89 %	0,579	1,85 %
Event Driven	UCITS	1,65 %	2,68 %	-5,39 %		
	HFRX	3,10 %	5,62 %	-18,03 %	0,786	3,88 %
	HFRI	6,60 %	5,12 %	-10,48 %	0,801	3,38 %
Fixed Income	UCITS	1,95 %	1,68 %	-3,52 %		
	HFRX	4,26 %	4,77 %	-10,21 %	0,641	3,91 %
	HFRI	6,93 %	3,39 %	-5,58 %	0,779	2,33 %
Managed Futures	UCITS	-0,64 %	5,67 %	-15,93 %		
	HFRX	-0,73 %	7,82 %	-16,65 %	0,801	4,72 %
	HFRI	0,83 %	7,26 %	-13,58 %	0,923	2,98 %
Global Macro	UCITS	1,42 %	3,59 %	-7,92 %		
	HFRX	3,50 %	4,59 %	-7,98 %	0,453	4,36 %
	HFRI	1,72 %	4,00 %	-7,03 %	0,738	2,77 %

Quellen: Absolut Research GmbH, Hedge Fund Research. Equity Long/Short: HFRX/HFRI Equity Hedge (Total), Equity Market Neutral: HFRX/HFRI EH Equity Market Neutral, Event Driven: HFRX/HFRI Event Driven (Total), Fixed Income: HFRX/HFRI Relative Value Arbitrage/Total, Managed Futures: HFRX/HFRI Macro Systematic Diversified, Global Macro: HFRX/HFRI Macro Discretionary Thematic. Fondsrenditen in Basiswährung, HFR-Index-Daten in USD.

Ein Grund für die geringeren Renditen können neben den Anlagerestriktionen höhere operationelle Kosten eines UCITS-Mantels verglichen mit einem Offshore-Konstrukt sein. Dafür spricht, dass die Korrelationen zwischen UCITS- und Offshore-Vehikeln mit 0,6–0,9 relativ hoch und der Tracking-Error mit ca. 3,5 % pro Jahr moderat ausfällt. Obwohl die HFRX-Indizes nach einer UCITS-konformen Methodik erstellt werden, sind die Korrelationen zwischen UCITS-Fonds und HFRI-Indizes deutlich höher. Am deutlichsten fällt der Unterschied bei marktneutralen Aktienfonds aus, hier betrug die Korrelation zwischen UCITS und HFRX 0,3, während die Korrelation zwischen UCITS und HFRI mit 0,6 etwa doppelt so hoch war. Insgesamt scheint der UCITS-Rahmen für viele liquide Long/Short-Strategien geeignet zu sein und insbesondere streng regulierten Anlegern die Partizipation an Strategien und Risikoprämien zu ermöglichen, die andernfalls nicht zur Verfügung stünden.

**Hohe Korrelation
zwischen UCITS- und
Offshore-Strategien**

Analyse der Renditeunterschiede

Des Weiteren wurde untersucht, ob sich die Performanceunterschiede primär durch die Asset Allocation oder durch andere Faktoren wie Skill- oder Kostenvorteile und somit einem höheren Alpha der Offshore-Fonds erklären lassen. Für diese Analyse wurde ein einfaches Regressionsmodell zur Erklärung der monatlichen Renditedifferenz zwischen UCITS-Fonds und HFRI Indizes verwendet, das zehn Variablen enthält. Neben der Aktienmarktrendite sind Aktienstilfaktoren (Value, Size, Momentum, Quality und Low Risk) sowie

anleihenmarktspezifische Faktoren enthalten (Veränderung der zehnjährigen US-Staatsanleihen, des Term Spreads (10J – 2J), des Default Spreads (Baa – 10 J) und des TED Spreads (3M US – 3M USD Libor)).

Wie in **ABBILDUNG 2** ersichtlich ist, erklärt dieses einfache Modell die Renditeunterschiede recht gut. Für Equity Long/Short, Event Driven und Fixed Income liegt der Erklärungsgehalt bei 60–70 %. Die größte Relevanz für die Performance ergibt sich demnach aus Unterschieden in der Risikofaktor-Exposition. Sofern die geschätzten Koeffizienten signifikant sind, weisen UCITS-Fonds in der Regel niedrigere Exposures gegenüber gängigen Risikofaktoren des Aktien- und Anleihenmarktes auf. Hier fällt auf, dass das Exposure der UCITS-Fonds gegenüber Bewegungen am Aktienmarkt deutlich niedriger ist. Für Equity Long/Short-Fonds ist der geschätzte Beta-Koeffizient um 0,17 niedriger als der des HFRI Index. Der t-Wert (nicht dargestellt) beträgt 9,7. Auch für Equity Market Neutral, Event Driven und Fixed Income ist der Unterschied hoch signifikant (t-Werte alle > 4). Dies deckt sich mit den geringeren Risikokennzahlen der UCITS-Fonds, die im vorherigen Abschnitt gezeigt wurden.

Darüber hinaus ist zumindest für Equity Long/Short-Fonds die strukturelle Renditedifferenz nicht signifikant. Das spricht dafür, dass sich die Renditeunterschiede hier primär durch die Asset Allocation erklären lassen. Der nicht signifikante Performance-Unterschied in dieser Strategieguppe deckt sich zudem mit der gängigen Meinung, wonach sich Equity-Long/Short-Strategien am besten für eine Implementierung im UCITS-Mantel eignen.

Die geringeren Risikofaktorladungen können auch ein Ausdruck der rechtlichen Restriktionen der UCITS sein. So ist auch beispielsweise der geschätzte Koeffizient bezüglich des Small Cap Exposures, die tendenziell illiquider sind, bei den Long/Short-Fonds geringer. Bei marktneutralen Fonds und Event Driven Fonds ist hingegen der Value-Koeffizient niedriger, eben das Exposure gegenüber jenen Aktien, die nach akademischer Lesart in der Vergangenheit unprofitabel bzw. in „Distress“ waren.

Großteil der Renditeunterschiede durch Asset Allokation erklärbar – insbesondere geringere Aktienmarkt-Exposures

2 Erklärung der Renditeunterschiede zwischen UCITS- und Offshore-Fonds

Januar 2009 – November 2019

	Equity Long/Short	Equity Market Neutral	Event Driven	Fixed Income	Managed Futures	Global Macro
Alpha	-0,001	-0,001	-0,002	-0,003	-0,001	-0,001
Markt-RF	-0,166	-0,079	-0,103	-0,049	-0,026	0,016
Value	0,048	-0,047	-0,058	0,017	0,046	0,081
Size	-0,080	0,029	-0,038	-0,050	0,039	-0,001
Momentum	0,029	-0,057	-0,007	0,033	0,021	0,051
Quality	0,004	-0,025	0,082	0,066	0,034	0,058
Low Risk	0,018	-0,009	-0,054	-0,030	0,003	-0,015
Term Spread	-0,018	-0,005	-0,014	-0,003	0,007	-0,028
TED Spread	0,000	-0,003	0,004	0,015	-0,001	0,018
Default Spread	0,005	0,000	0,018	0,006	-0,001	-0,012
10Y US	-0,021	-0,012	-0,007	-0,013	0,029	-0,043
Adj. R ²	0,648	0,300	0,717	0,631	-0,008	0,135

Quellen: Absolut Research GmbH, Hedge Fund Research. Aktienmarktfaktoren (Market-RF, Value, Size, Momentum, Quality und Low Risk) US-Faktoren von AQR Capital Management, Anleihenfaktoren (Term Spread, TED Spread, Default Spread, 10Y US) beziehen sich ebenfalls auf den US-Markt und stammen von der Federal Reserve Bank of St. Louis. Orange / grau: Signifikant (min. 5% Niveau) niedrigerer / höherer Koeffizient der UCITS-Fonds.

Vergleich von Einzelfonds

Nach dem Vergleich auf Strategieebene, werden im letzten Schritt alternative UCITS-Fonds untersucht, für die es ein entsprechendes Offshore-Vehikel gibt. Dadurch wird nochmals explizit berücksichtigt, dass sich der UCITS-Rahmen nicht für jede Strategie eignet. Die Ergebnisse sind in **ABBILDUNG 3** dargestellt. Um die Performance der Fonds vergleichen zu können, wurden nur Monate berücksichtigt, für die zeitgleich sowohl für die UCITS- als auch die Offshore-Vehikel Renditen vorlagen. Es zeigt sich, dass der UCITS-Rahmen, sofern sich die spezifische Strategie eines Managers für die Implementierung eignet, keine größeren Abstriche bei der Performance erfordert. Zieht man die durchschnittlichen Sharpe Ratios (Rendite/Risiko) der Fonds zur Beurteilung heran, sind die Unterschiede äußerst gering. Oftmals liegen die Sharpe Ratios nur um 0,01 bis 0,03 Punkte auseinander. Allerdings kann auch auf Ebene der Einzelfonds eine gewisse Renditedifferenz nachgewiesen werden. Bei Equity Long/Short-Fonds und Fixed-Income-Fonds sind das beispielsweise 9 bzw. 11 Basispunkte pro Monat. Das ist deutlich niedriger als der Abstand von jährlich 3 – 5 Prozentpunkten, der sich in der bisherigen Analyse zeigte. Regressiert man die UCITS-Renditen auf die Renditen ihrer Offshore-Vehikel, kann man darüber hinaus anhand der geschätzten Beta-Koeffizienten und der R²-Werte erkennen, dass die UCITS-Varianten ein adäquates Exposure gegenüber der originären Strategie bieten.

Nur marginale Unterschiede der risikoadjustierten Renditen auf Einzelfondsebene

3 Vergleich spezifischer UCITS-Fonds mit einem entsprechenden Offshore-Vehikel

Januar 2009 – Dezember 2019, Mittelwerte

	Anzahl	Rendite / Risiko		Rendite		Standardabweichung		Beta	R ²
		UCITS	Hedgefonds	UCITS	Hedgefonds	UCITS	Hedgefonds		
Alle	144	0,11	0,10	0,23 %	0,26 %	2,19 %	2,46 %	0,82	0,81
Equity L/S	54	0,13	0,15	0,32 %	0,40 %	2,49 %	2,69 %	0,89	0,85
Equity MN	12	0,08	0,11	0,14 %	0,18 %	1,67 %	1,63 %	0,99	0,92
Event Driven	7	0,09	0,13	0,15 %	0,23 %	1,56 %	1,69 %	0,92	0,86
Fixed Income	14	0,24	0,25	0,26 %	0,37 %	1,07 %	1,51 %	0,70	0,73
Macro	10	0,08	0,08	0,15 %	0,15 %	1,85 %	1,95 %	0,82	0,79
Managed Futures	23	0,10	0,03	0,33 %	0,12 %	3,15 %	3,90 %	0,79	0,81

Quelle: Absolut Research GmbH

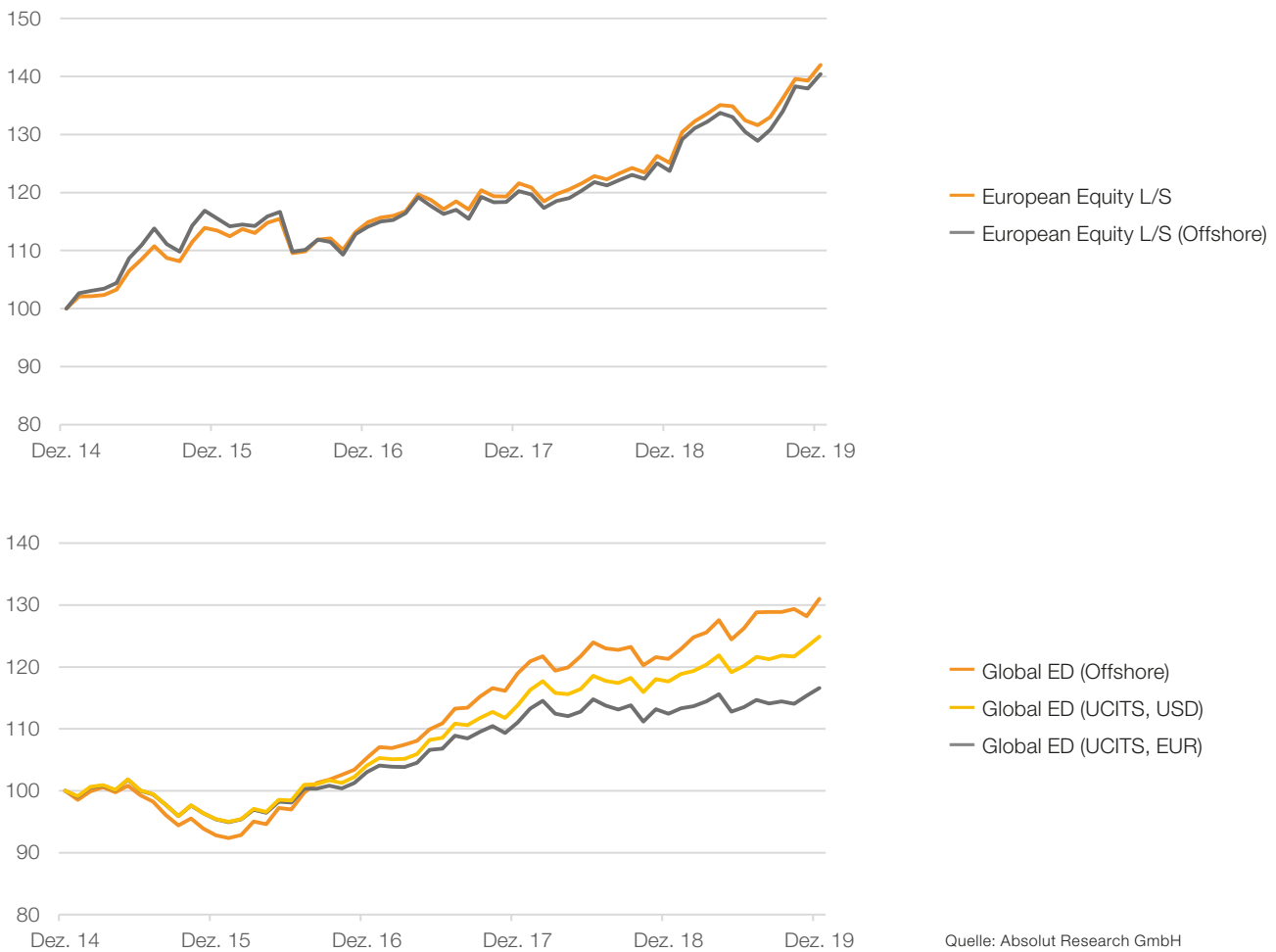
Auch wenn es im Mittel nur geringe Unterschiede zwischen einem UCITS-Fonds und seinem Offshore-Pendant gibt, kann es dennoch vorkommen, dass sich die Renditen deutlich unterscheiden. Neben Einschränkungen hinsichtlich der Strategie, sollten Anleger berücksichtigen, dass viele UCITS-Fonds, deren Offshore-Strategien in US-Dollar laufen, einen NAV-Hedge aufweisen. Durch die Absicherung der Wechselkursrisiken soll den Investoren ein Strategie-Exposure geboten werden, das nicht durch Wechselkurschwankungen beeinflusst wird. Ein Nachteil dieser Form der Absicherung ist, dass sie bei der derzeitigen Zinsdifferenz die Euro-Rendite zusätzlich schmälert.

Das zeigt auch das abschließende anonymisierte Beispiel einer globalen Event-Driven-Strategie und einer europäischen Aktien-Long/Short-Strategie für den Zeitraum von Januar 2015 bis Dezember 2019 (**ABBILDUNG 4**). Während es bei der europäischen Aktien-Long/Short-Strategie nur sehr geringe Unterschiede gibt (7,26 % p.a. vs. 7,02 % p.a.) und Offshore- und UCITS-Vehikel praktisch deckungsgleich verlaufen (oberer Teil von **ABBILDUNG 4**), ist der Unterschied zwischen dem Event-Driven-UCITS-Fonds und der Offshore-Variante deutlich größer. Die Offshore-Variante erzielte eine annualisierte Rendite von 5,55 %, die USD-Tranche des UCITS-Fonds 4,54 % und die Euro-Tranche nur 3,12 %.

Der Unterschied zu der USD-Tranche des UCITS-Fonds lässt sich durch höhere Kosten und Einschränkungen der Strategie erklären, beispielsweise durch engere Positionsgrenzen. Der zusätzliche Performance-Unterschied zur EUR-Tranche, durch die ein hiesiger Investor nahezu 1:1 das Strategie-Exposure erhält (Korrelation: 0,9, Beta: 0,8), kann bei identischer Gebührenstruktur auf die zusätzlichen Kosten der Wechselkursabsicherung zurückgeführt werden. Trotz der insgesamt geringen Unterschiede bei den Einzelfonds sollten Investoren daher die bestehenden Einschränkungen zwischen UCITS- und Offshore-Fonds sowie Wechselkurseffekte im Zuge der Due-Diligence berücksichtigen.

4 Beispiel von Strategiebeschränkungen und Kosten der Wechselkursabsicherung

Januar 2015 – Dezember 2019



Fazit

Obwohl liquide alternative UCITS-Fonds stark gewachsen sind, sind sie, verglichen mit den globalen Hedfondsvolumina, die von Offshore-Vehikeln verwaltet werden, eher ein Nischensegment. Anleger, die keinen gesetzlichen Beschränkungen unterliegen, werden unter Renditeaspekten vermutlich weiterhin Offshore-Vehikel den strenger regulierten Publikumsfonds-Varianten vorziehen. Da sich die Renditeunterschiede allerdings in großen Teilen durch signifikant höhere Risikofaktor-Exposures der Offshore-Fonds erklären lassen und weniger durch überlegene Fähigkeiten der Offshore-Manager, bleiben Long/Short-Strategien im UCITS-Format für stärker regulierte Anleger eine interessante Option.

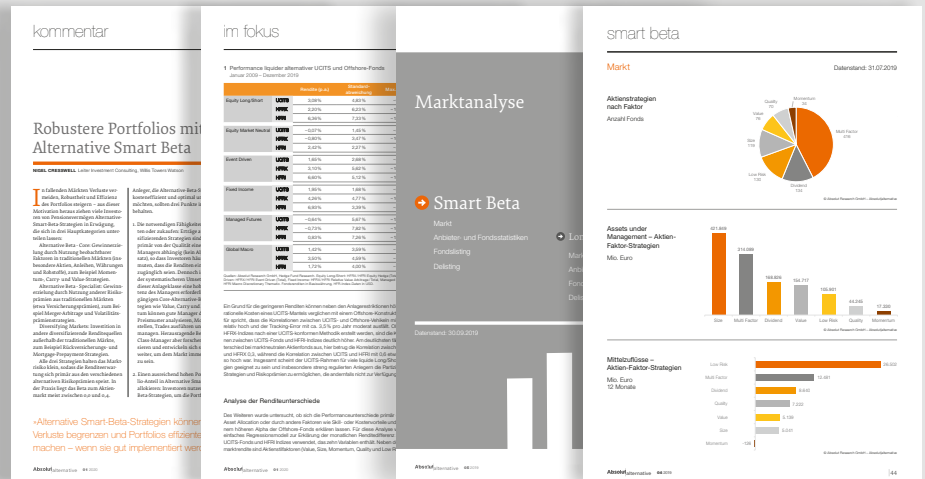
Das PDF dieser Ausgabe und der Artikel ist für Abonnenten online abrufbar: www.absolut-alternative.de

Absolut|alternative

Liquide alternative Anlagestrategien für institutionelle Investoren

redaktioneller Teil

quantitativer Teil



Inhalt

Absolut|alternative

01 2020

- ➔ **Kommentare**
Nigel Cresswell, Willis Towers Watson
Burkhard Balz, Dt. Bundesbank
- ➔ **Performance Review**
Liquid Alternatives Marktentwicklung 2019
- ➔ **Im Fokus**
Liquid Alternatives: UCITS- und Offshore-Strategien
- ➔ **Fachbeiträge**
Optimale Gestaltung von Faktorportfolios
Priv.-Doz. Dr. H. Dichtl, dr&c
Prof. Dr. W. Drobetz, Uni Hamburg
Dr. V.-S. Wendt, BlackRock
- Investment-Strategien im Bereich Digital Assets
C. Hilpold, L1 Digital AG
Prof. Dr. P. Sandner, Frankfurt School

Ja, bitte senden Sie mir den aktuellen Absolut|alternative 01/2020 als **kostenloses** Leseexemplar per PDF-Datei zu.

Vorname/Nachname _____

Bereich/Funktion _____

Unternehmen _____

Straße/Nr. _____

PLZ/Ort _____

Tel./Fax _____

E-Mail _____

Bitte senden oder faxen an:
info@absolut-research.de
+49 40 303779-15

Absolut Research GmbH
Große Elbstraße 277a, 22767 Hamburg