

# Absolut alternative

Liquide alternative Anlagestrategien  
für institutionelle Investoren

Fachbeitrag aus  
Ausgabe 04|2019

## Im Fokus

«Managed Futures –  
Diversifikationsvorteile  
in Krisenzeiten»

Smart Beta  
Long/Short  
Factor Investing  
Markt  
News

# 04

**Managed Futures** – Diversifikationsvorteile in Krisenzeiten | **Liquid Alternatives** mit zufriedenstellenden Ergebnissen | Faktor-Strategie für **Unternehmensanleihen** | Kommentare: **Ulf Füllgraf**, Alpha Centauri und **Dr. Daniel Seiler**, Vontobel | Long/Short-Aktienstrategien in der Praxis: Generieren Ihre **Short-Positionen** Zusatzerträge?

# Managed Futures – Diversifikationsvorteile in Krisenzeiten



---

Managed-Futures-Strategien wurden zuletzt von Investoren gemieden. Dabei ist ihre Korrelation gegenüber traditionellen Anlageklassen gering und die Fonds boten in der Vergangenheit gerade in größeren Krisen gute Ergebnisse. Da sie in liquide Märkte investieren, eignen sie sich auch gut für den UCITS-Rahmen und konnten zudem im laufenden Jahr bisher eine gute Performance erzielen. Der Beitrag bietet einen Überblick über diese Strategie-segmente.

## Einleitung

Multi-Asset Managed Futures gehörten im Jahr 2019 bisher zu den liquiden alternativen Strategien mit der höchsten Rendite. Dies war in der jüngeren Vergangenheit nicht immer der Fall. Durch die fortlaufenden Notenbankinterventionen seit der Finanzkrise bewegen sich Managed Futures in schwierigem Fahrwasser. Auf gute Jahre und kürzere Erholungsphasen folgten schnelle Phasen, in denen aufgelaufene Gewinne wieder abgegeben wurden. Dies mag ein Grund gewesen sein, dass Managed-Futures-Strategien kaum von Investoren nachgefragt wurden. Dennoch können sie eine gute Ergänzung im Portfolio eines Investors sein. Ihre Korrelation zu traditionellen Aktieninvestments ist gering und oftmals erzielten die Fonds gerade in Krisenzeiten gute Ergebnisse.

## Fondssegment

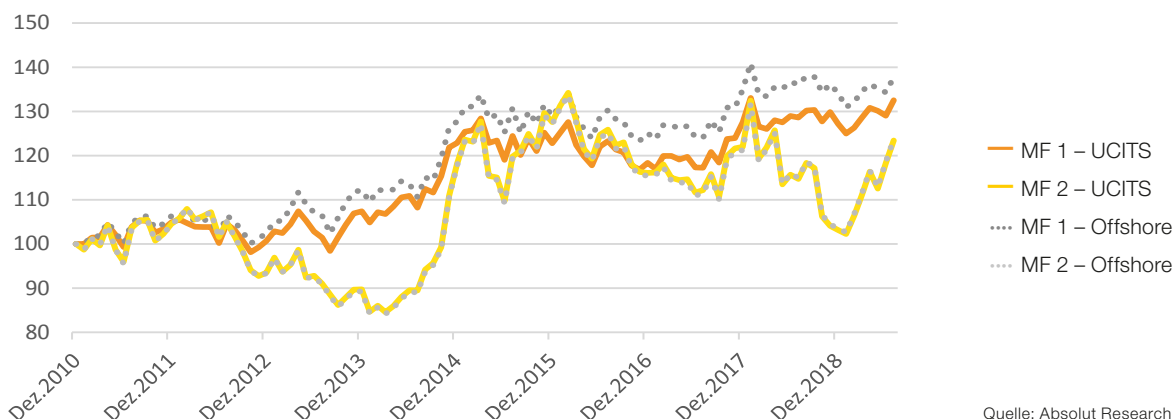
Das Fonds- bzw. Strategieuniversum ist bei Managed Futures breit gefächert. Gemeinsam ist den meisten dieser Fonds, dass sie quantitative Anlagestrategien in einer Vielzahl unterschiedlicher Märkte verfolgen. Im Gegensatz zu alternativen Risikoprämienstrategien sind die verwendeten Algorithmen von Managed Futures jedoch komplexer und die Indikatoren zur Signalgenerierung vielfältiger. Waren die verwendeten Modelle ursprünglich trendfolgend, haben die Manager ihre Modelle im Rahmen des technologischen Fortschritts und neuerer Research-Erkenntnisse kontinuierlich verfeinert und erweitert. Zunehmend kommen alternative Datenquellen und Big-Data-Algorithmen zum Einsatz und durch Machine-Learning-Ansätze sollen Kursentwicklungen antizipiert werden, statt ihnen nur zu folgen.

Da Managed Futures überwiegend Derivate handeln – Futures, Forwards oder Optionen – sind sie in liquiden Märkten unterwegs. Daher ist dieses Segment gut für eine Umsetzung im UCITS-Mantel geeignet. Das zeigt sich beispielsweise an relativ niedrigen Performance-Unterschieden zwischen Offshore- und UCITS-Vehikeln mit gleicher oder sehr ähnlicher Strategie. **ABBILDUNG 1** zeigt exemplarisch die seit Januar 2011 realisierten Historien zweier Manager, die ihre Strategien sowohl als UCITS-Fonds als auch im Rahmen von Offshore-Vehikeln umsetzen. Im ersten Fall schnitt der UCITS zwar etwas schlechter ab als der Offshore-Fonds (3,34% vs. 3,8% p.a.), der Tracking Error belief sich jedoch lediglich auf 1,2% pro Jahr. Im Falle des zweiten Managers waren die Unterschiede praktisch nicht wahrnehmbar.

Erfolgreiche Manager arbeiten kontinuierlich an ihren Modellen

### 1 Managed Futures – UCITS und Offshore

Januar 2011 – Juli 2019



Quelle: Absolut Research GmbH

Die ältesten UCITS-Fonds waren bereits vor der Finanzkrise am Markt. Beispiele sind der Kathrein Max Return, der im Jahr 2004 aufgelegt wurde, oder der SEB Asset Selection, der seit 2006 am Markt ist. Zudem bieten viele etablierte Managed Futures Manager, die über langjährige Offshore-Historien verfügen, ihre Strategien nahezu 1:1 im UCITS Format an.

## 2 Managed Futures Universum (Datenstand: 31.07.2019, AuM: Mio. Euro)

Anzahl Fonds	61
Anzahl Manager	49
Anzahl Fonds (min. 36 Monate)	41
Verwaltetes Vermögen	9.290
Verwaltetes Vermögen (10 größte Fonds)	5.388
Nettomittelzuflüsse (12 Monate)	-2.166
Risikoprämienstrategien (ARP)	8
AuM (ARP-Fonds)	1.323

Quelle: Absolut Research GmbH

Aktuell werden in der Vergleichsgruppe Multi-Asset Managed Futures 61 Fonds analysiert (**ABBILDUNG 2**), die von 49 Asset Managern verwaltet werden. Zwei Drittel der Fonds verfügen dabei über eine UCITS-Historie von mindestens 36 Monaten. Verglichen mit den gut 350 Mrd. Euro, die von allen analysierten Long/Short-Fonds verwaltet werden, sind Managed Futures hier nur ein Nischensegment. Mit knapp 9,3 Mrd. Euro stellen sie nur 2,5 % der Gesamtvolumina. Während Managed Futures im UCITS-Bereich unterrepräsentiert sind, ist dies global betrachtet nicht der Fall. Daten von Barclayhedge zufolge verwalteten Managed Futures im ersten Quartal 2019 weltweit 323 Mrd. USD, was ca. 10 % der weltweiten Hedgefondsvolumina entsprach.

Wie aus anderen Fondssegmenten bekannt, dominieren auch bei Managed Futures einige wenige große Fonds bzw. Manager. Die zehn größten Produkte stellten mit 5,4 Mrd. Euro mehr als die Hälfte der Assets. Dabei entfielen ca. 4 Mrd. Euro auf die drei folgenden Manager: Winton (2,1 Mrd. Euro, 3 Fonds), SEB (1,1 Mrd. Euro, 2 Fonds) und Man AHL (0,7 Mrd. Euro, 2 Fonds). Obwohl sich Managed Futures im laufenden Jahr gut entwickelten, blieben die Fonds von der Abkehr der Investoren aus liquiden Long/Short-Strategien nicht verschont. In den letzten 12 Monaten wurden aus den heute noch aktiven Fonds knapp 2,2 Mrd. Euro abgezogen.

Durch ihren quantitativ, regelgebundenen Charakter und basierend auf empirischen Forschungsergebnissen zu den zugrundeliegenden Risikofaktoren und der Möglichkeit einen Großteil des Managed-Futures-Beta zu replizieren, finden sich mittlerweile auch Fonds in diesem Segment, die sich als Risikoprämien-Strategie bezeichnen lassen. Diese Fonds versuchen auch, durch regelgebundene Investments Investoren einen kostengünstigen Zugang zu der Strategierendite von Managed Futures zu ermöglichen. Aktuell wurden 8 Fonds als Trendfolge-Risikoprämienfonds klassifiziert. Die Fonds verwalteten Ende Juli 2019 insgesamt ein Volumen von rund 1,3 Mrd. Euro. Größter Anbieter war Goldman Sachs, die in zwei Fonds (X-Asset Trend und Alternative Trend) knapp 700 Mio. Euro verwaltet.

**Wenige etablierte Manager beherrschen das Segment**

## Nachhaltigkeit bei Managed Futures

Systematisch, quantitative Strategien eignen sich prinzipiell gut für die Integration von ESG-Kriterien, da sich entsprechende Filter relativ einfach und systematisch integrieren lassen. Dies wird zumindest ansatzweise auch von einigen Anbietern durchgeführt, indem beispielsweise im Cash-Equity-Bereich Aktien bestimmter Unternehmen, wie Hersteller kontroverser Waffen, ausgeschlossen werden. Allerdings spielen Cash-Equities bei Managed Futures nur eine untergeordnete Rolle, da primär über Derivate investiert wird, die ganze Märkte oder Sektoren abdecken. Fast alle Managed Futures investieren ebenfalls in Rohstoffe. Darunter fallen auch die kontrovers diskutierte Agrarrohstoffe. Aktuell gibt es mit dem Lyxor WNT und dem DB Quantica Managed Futures Focus nur zwei Fonds in dieser Vergleichsgruppe, die nicht in Rohstoffe investieren. Letzterer ist allerdings noch keine 3 Jahre am Markt.

Ende Juli 2019 hatten immerhin 19 der 49 Manager die Principles for Responsible Investment (PRI) unterzeichnet (**ABBILDUNG 3**). Wie an dem verwalteten Vermögen erkennbar ist, handelte es sich hierbei eher um größere und etablierte Manager. Dementsprechend haben die drei größten Manager in diesem Bereich auch die PRI unterzeichnet. Allerdings setzen die PRI-Unterzeichner in ihren Managed-Futures-Programmen in der Breite keine speziellen Nachhaltigkeitsfilter ein.

40 % der Manager haben PRI unterzeichnet

Nur 2 Produkte meiden Rohstofffutures

### 3 ESG bei Managed Futures (Datenstand: 31.07.2019, AuM: Mio. Euro)

PRI Unterzeichner	19
AuM PRI Unterzeichner	7.007
MSCI ESG Score	18
Mittlerer MSCI ESG Score	6,41

Quellen: Absolut Research GmbH, MSCI

18 der analysierten Fonds verfügen über einen ESG Score von MSCI. Mit einem durchschnittlichen Rating von 6,4 stehen Managed Futures überdurchschnittlich gut da (Ratingskala 1 – 10). Allerdings ist die Aussagekraft dieser ESG-Ratings nur eingeschränkt, da beispielsweise Index Futures, FX Futures oder Interest Rate Swaps nicht in das Rating einbezogen werden. Auch wenn Derivate nur ca. 20 % des Vermögens ausmachen, sind dies jedoch die Instrumente, mit denen der Großteil der Renditen erzielt wird. Somit bezieht sich das ESG Rating primär auf die als Collateral verwendeten Anleihen.

## Performance von Managed Futures

Quantitative Modelle sind auf eine gewisse Persistenz des Marktumfelds angewiesen, da sie auf der Erkennung von Mustern und deren Gültigkeit für künftige Kursentwicklungen basieren. Durch die vielen Krisen, die Reaktionen der Notenbanken und Investoren änderten sich die Märkte nach der Finanzkrise innerhalb kurzer Zeitfenster teilweise jedoch recht ausgeprägt. Dementsprechend schwach fiel die Performance von Managed Futures in dieser Zeit aus. In den vergangenen 3 Jahren (August 2016 – Juli 2019) verbuchte der Absolut Research Multi-Asset Managed Futures Index eine jährliche Rendite von –0,3 %.

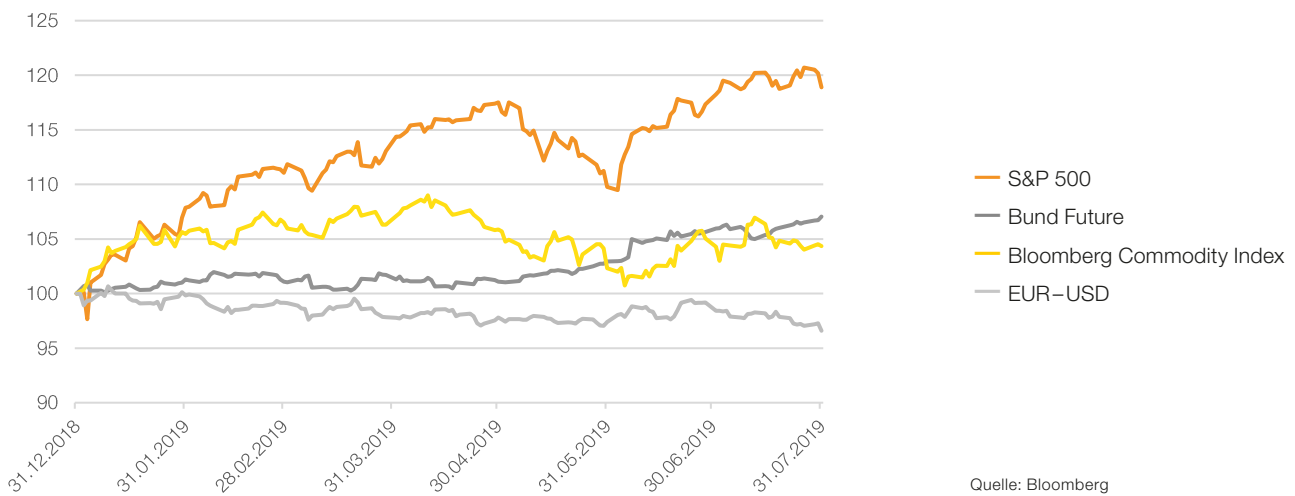
Das Jahr 2019 war bisher aber deutlich freundlicher für Managed Futures. In vielen wichtigen Märkten zeigten sich ausgeprägte Trends und abrupte Richtungswechsel blieben tendenziell aus (**ABBILDUNG 4**). Der Absolut Research UCITS Multi-Asset Managed Futures Index erzielte zwischen Januar und Juli 2019 eine Rendite von 8,1 %.

Hohe Rendite im Jahr 2019

Schwieriges Marktumfeld in der jüngeren Vergangenheit

## 4 Asset-Klassen im laufenden Jahr

Datenstand: 31.07.2019



Abseits der absoluten Performance zeigt sich in **ABBILDUNG 5** jedoch ein Argument, das deutlich für Managed Futures spricht: Die Korrelationen der Fonds zum Aktienmarkt, gemessen am MSCI World in Lokalwährung, waren in den vergangenen 36 Monaten sehr niedrig. Im Mittel betrug die Korrelation nur 0,24. Der Fonds mit der höchsten Aktienmarktkorrelation kam auf einen Wert von 0,54, der Fonds mit der niedrigsten Korrelation sogar auf  $-0,24$ . Niedrige Korrelationen zum Aktienmarkt sind nicht zwingend auch positiv. Dies gilt vor allem dann, wenn sich die Aktienmärkte tendenziell nach oben bewegen. Positiv hervorzuheben ist jedoch das asymmetrische Profil der Managed Futures. Einerseits erzielten Managed Futures in jenen Monaten positive Renditen, in denen auch der Aktienmarkt zulegte. Andererseits boten sie insbesondere einen Schutz vor Kursrückgängen. Die Korrelation zum Aktienmarkt war in Monaten mit negativer Aktienmarktrendite mit  $-0,34$  deutlich negativ. Dies gilt natürlich nicht für jeden Fonds. Sowohl bei der Up-Market-Korrelation als auch bei der Down-Market-Korrelationen zeigte sich eine deutliche Variation.

**Niedrige Korrelationen und asymmetrische Ertragsprofile**

## 5 Aktienmarktkorrelationen von Managed Futures Fonds August 2016 – Juli 2019

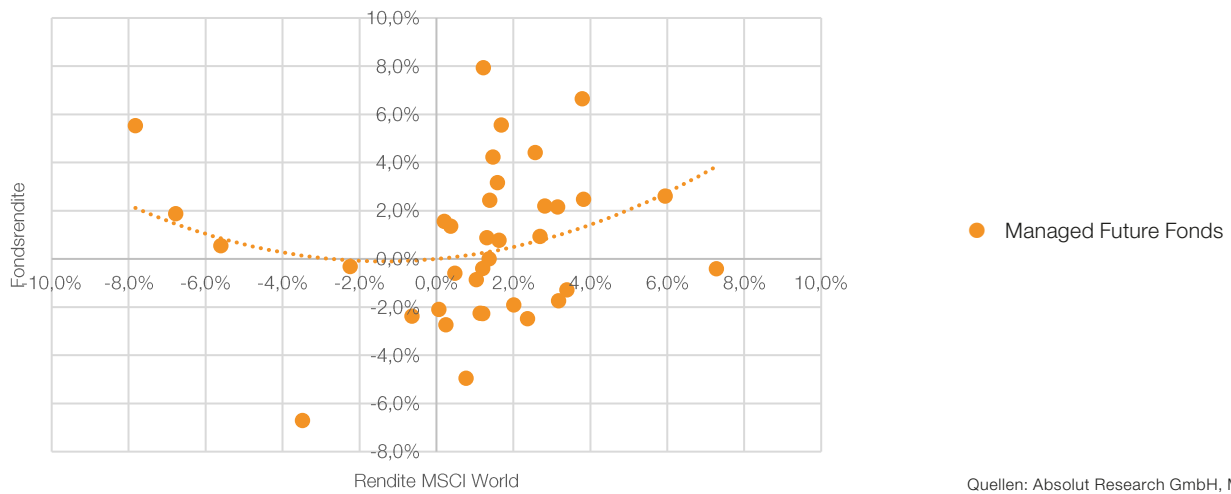
	Korrelation vs. MSCI World	Up-Market-Korrelation	Down-Market-Korrelation
Mittelwert	0,24	0,16	-0,34
Maximum	0,54	0,51	0,69
Minimum	0,24	-0,31	-0,80

Quellen: Absolut Research GmbH, MSCI

Dieses asymmetrische Renditeprofil unterstreicht das Bild, dass Managed Futures als Diversifizierer in Krisenzeiten gelten. Da ihr Renditeprofil häufig auch dem eines Long-Straddles gleicht, wird teilweise auch davon gesprochen, dass Managed Futures ein Long-Volatilitäts-Investment sind. Denn sie würden von einem Anstieg der Volatilität profitieren, der die Kurse entweder nach oben oder nach unten treibt. Ein solches beispielhaftes Long-Straddle-Profil gegenüber dem MSCI World Index zeigt der in **ABBILDUNG 6** dargestellte Fonds. Die Krümmung der gepunkteten Trendlinie verdeutlicht das konvexe Verhalten des Fonds. So wurden in sehr guten und in sehr schlechten Aktienmarktphasen die besten Ergebnisse erzielt.

## 6 Renditeprofil einer beispielhaften Managed-Futures-Strategie

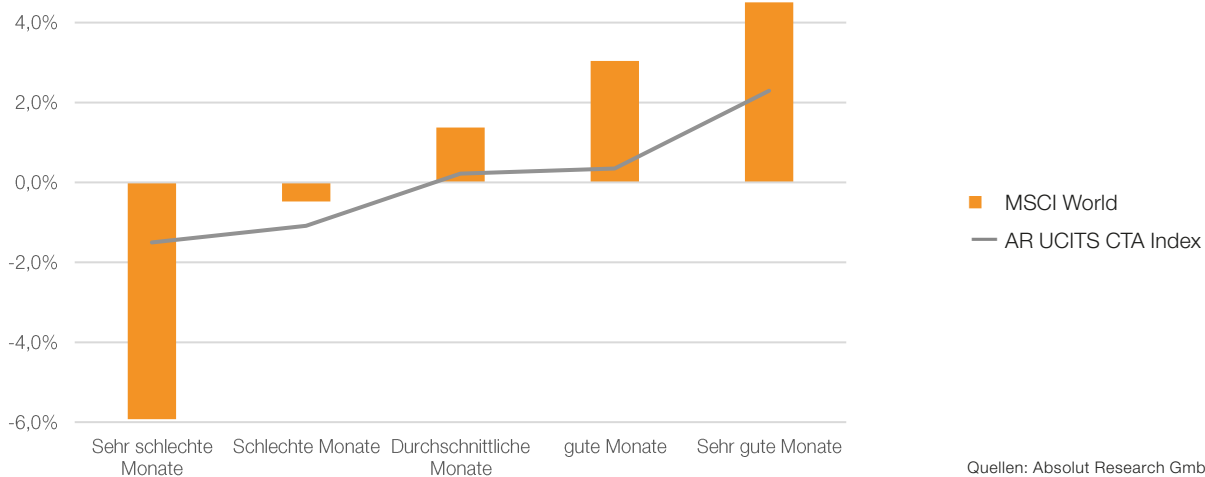
August 2016 – Juli 2019



Allerdings greift es zu kurz, wenn Managed Future als Long-Volatilität bezeichnet werden. Ihr Exposure gegenüber dem Aktienmarkt ist vielmehr variabel. Während die Fonds in sehr guten Phasen des Aktienmarkts sowie in sehr schlechten Monaten (definiert als die Monate mit den 10 % extremsten Bewegungen) jeweils gute Ergebnisse erzielten und tendenziell ein konvexes Renditeprofil zeigten, ähnelte das Renditeprofil von Managed Futures in den übrigen 80 % der Monate eher einem Short-Volatilitätsprofil (**ABBILDUNG 7**).

## 7 Performance von Managed Futures in unterschiedlichen Marktphasen

August 2016 – Juli 2019



Auch wenn die Performance der Fonds während des Analysezeitraums in der Breite ernüchternd ausfiel, konnten einige Manager gute Ergebnisse einfahren. Die von Winton Capital betreute Strategie des Lyxor WNT erzielte dabei, gemessen an der Gain-Loss-Ratio, die beste Performance. Während des Analysezeitraums betrug die Rendite 5,5 % pro Jahr, die Standardabweichung belief sich auf 5,6 %. Der Verzicht auf Rohstoffe scheint dem Fonds geholfen zu haben. Der ebenfalls von Winton betreute DB Systematic Alpha erreichte hingegen nur eine jährliche Rendite von 2,4. Zumindest unter Renditegesichtspunkten schnitt der Quantica Managed Futures deutlich besser ab als der

Lyxor WNT. Während der Fonds in den letzten drei Jahren jährlich knapp 10 % erzielte, wies er im laufenden Jahr sogar ein Plus von 27 % auf. Mit 11,4 % war jedoch auch die Volatilität des Fonds doppelt so hoch wie die des Lyxor-Fonds. Dies entspricht aber annähernd der langfristigen Zielvolatilität des Programms. Winton bewegte sich eher am unteren Rand des ausgegebenen Korridors, der zwischen 8 % und 11 % liegt. Auch bei Quantica erwies sich der Verzicht auf Rohstoffe im laufenden Jahr als renditefördernd. Der DB Quantica Managed Futures Focus, der allerdings noch keine drei Jahre am Markt ist, erzielte im laufenden Jahr sogar ein Plus von 31 % (ABBILDUNG 8).

## 8 Top-Fonds nach risikoadjustierter Rendite August 2016 – Juli 2017, min. 50 Mio. Euro

Fonds	Gain-Loss Ratio (0 %)	Rendite (% p.a.)	SD (% p.a.)	MDD (%)	YTD (%)	AuM (Mio. EUR)	Korrelation	Up Correl	Down Correl	UNPRI (Manager)
Lyxor WNT	2,13	5,5	5,6	-7,4	11,5	391	0,25	0,23	-0,56	Y
Quantica Managed Futures	1,90	9,8	11,4	-12,7	27,1	99	0,54	0,51	-0,16	Y
Man AHL Diversity Alternative	1,72	7,6	11,0	-11,9	18,4	218	0,07	0,19	-0,70	Y
GS Alternative Trend	1,65	4,8	7,4	-10,0	8,8	283	0,00	0,07	-0,72	Y
Man AHL Trend Alternative	1,60	7,9	13,4	-15,6	22,4	498	0,09	0,18	-0,64	Y
Fort Global Contrarian UCITS	1,43	3,5	7,8	-6,7	16,2	382	0,53	0,33	-0,14	N
Lyxor Epsilon Global Trend	1,34	3,1	9,1	-13,7	16,0	305	0,44	0,29	-0,04	Y
DB Platinum Systematic Alpha	1,33	2,4	7,0	-6,0	4,2	970	0,39	-0,02	-0,11	Y
Dunn WMA UCITS	1,22	2,1	10,2	-13,4	10,7	390	0,33	0,13	-0,50	N

Korrelationen gegenüber dem MSCI World Index in Lokalwährung

Quellen: Absolut Research GmbH, MSCI

## Managed Futures: Aktive Manager oder ARP-Strategien

Der regelgebundene Charakter und die Ergebnisse empirischer Kapitalmarktforschung haben dazu geführt, dass eine Trend-Prämie nachgewiesen werden konnte, die sich durch „passiv“-regelgebundene Ansätze profitabel und kostengünstig ausnutzen lassen soll. Trend-Prämien-Strategien werden nicht nur in den acht hier analysierten ARP-Fonds verwendet, sondern auch in nahezu jedem diversifizierten ARP-Fonds. Ein Vergleich der langfristigen Performance ist jedoch schwierig. Viele ARP-Fonds sind noch nicht lange am Markt und auch Track Records etwaiger Indizes bestehen häufig zu großen Teilen aus Rückrechnungen. Wie aktive Managed Futures, sind auch die ARP-Fonds sehr unterschiedlich. Dies zeigt sich unter anderem daran, dass auch hier die Ergebnisse stark streuen, da sie sich durch Signalgenerierung, Modelle und Portfoliokonstruktion unterscheiden. Ob Risiko-Prämien-Ansätze oder aktive Manager langfristig einen größeren Mehrwert bieten, muss sich erst noch zeigen. Während erfolgreiche Manager mit langen Historien ihre Expertise bereits unter Beweis stellen konnten, ist das bei vielen neueren Risiko-Prämien-Ansätzen nicht der Fall. Obwohl unter den Top-Fonds der letzten 36 Monate nur ein Fonds mit Risikoprämienstrategie zu finden ist, waren die mittleren Renditen der aktiven und „passiven“ Fonds in dieser Zeit deutlich näher beisammen, als ABBILDUNG 8 vermuten lässt.

Nach Kosten kaum Unterschiede zwischen aktiven und passiven Managed Futures



Aus der in **ABBILDUNG 9** dargestellten Wertentwicklung ist sogar erkennbar, dass sich die Risikoprämienfonds bis Anfang des Jahres besser geschlagen haben als die aktiven Managed Futures. Man kann also sagen, dass es in beiden Bereichen interessante Strategien gibt. Letztlich entscheidet auch hier die Manager- bzw. Strategiewahl über den Anlageerfolg.

## 9 Aktive und passive Managed Futures

Juli 2016 – Juni 2019



Quelle: Absolut Research GmbH

## Fazit

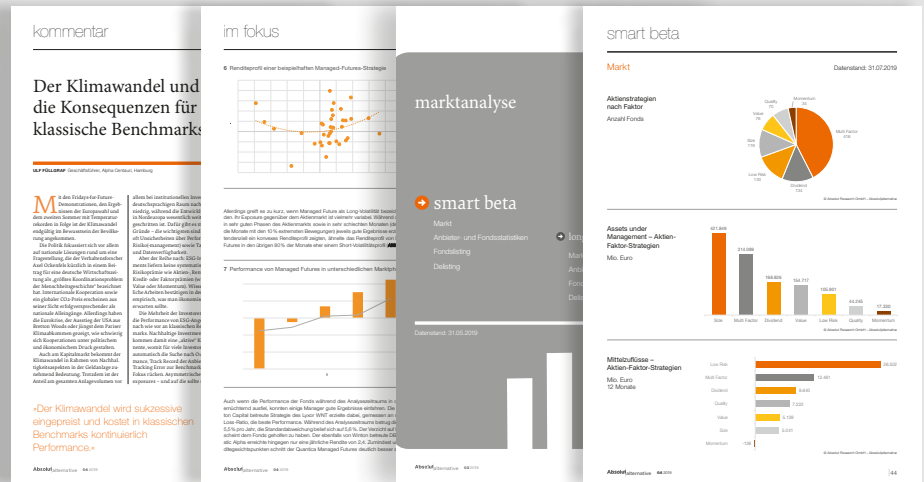
Managed Futures konnten im laufenden Jahr eine gute Performance erzielen. Mittelfristig gelang es jedoch nur wenigen Fonds, eine ansprechende Performance zu erreichen. Angesichts ihres asymmetrischen Renditeprofils und ihres Diversifikationspotenzials, das sich insbesondere in extremen Marktphasen zeigt, können diese Fonds einen wertvollen Beitrag für Investoren liefern. Die derzeitigen Unsicherheiten bezüglich der künftigen ökonomischen Entwicklungen könnten Investoren daher zum Anlass nehmen, über ein Engagement in dieser Strategie nachzudenken. Allerdings handelt es sich bei Managed Futures um relativ risikoreiche Ansätze, die nicht für jeden Anleger geeignet sind.

# Absolut|alternative

Liquide alternative Anlagestrategien für institutionelle Investoren

redaktioneller Teil

quantitativer Teil



## Inhalt

Absolut|alternative

04 2019

- ➔ **Kommentare**  
Ulf Füllgraf, Alpha Centauri  
Dr. Daniel Seiler, Vontobel
- ➔ **Performance Review**  
Liquid Alternatives mit  
zufriedenstellenden Ergebnissen
- ➔ **Im Fokus**  
Managed Futures –  
Diversifikationsvorteile  
Krisenzeiten

- ➔ **Fachbeiträge**  
Factor-Strategie für  
Unternehmensanleihen  
Patrick Houweling und  
Frederik Muskens, Robeco
- Long/Short-Aktienstrategien  
in der Praxis: Generieren Ihre  
Short-Positionen Zusatzserträge?  
Manuel M. Kalbreier, EMEA

Ja, bitte senden Sie mir den aktuellen  
Absolut|alternative 04/2019 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