

Managed Futures: Dem Rätsel auf der Spur

Sind Managed Futures eine Assetklasse? Oder handelt es sich dabei lediglich um einen von vielen Hedgestilen? Die Antwort darauf ist nicht bloss von rein theoretischem Interesse, wenn man daran denkt, Managed Futures in ein Anlageportfolio aufzunehmen.



Von Wolfgang Schimmel
Director Marketing & PR
FTC Capital GmbH, Wien

William Sharpe, der mit dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) ein breit akzeptiertes Risikomodell innerhalb der modernen Portfoliotheorie begründete, schlug vor, einen so grossen Teil «Marktportfolio» einer risikolosen Anlage hinzuzufügen, dass sich Risikobereitschaft und Ertragserwartung in Harmonie befinden. Woraus dieses «Marktportfolio» besteht, hat Sharpe vorgegeben: die Summe aller verfügbaren, nicht risikolosen Anlagen, gewichtet nach ihrer Kapitalisierung.

Für die heute gängigen Formen der Portfoliokonstruktion und Einzeltitelauswahl im Asset Management hatte das gedankliche Konstrukt des Marktportfolios tiefgreifende Auswirkungen: Wenn das Marktportfolio aus wirklich *allen* verfügbaren Anlagen bestehen soll, dann befinden sich darin ganz offensichtlich nicht nur Aktien und Anleihen, sondern auch Währungen, Rohstoffe, Immobilien, Kunst und neuerdings – weil in der Form von entsprechenden Anlageprodukten ver-

fügar – auch Containerschiffe oder Flugzeuge.

Weil es keinem Anleger gelingen kann, ein derartiges Portfolio zusammenzustellen, darf Sharpe auch als Inkubator der boomenden Index-Branche gelten. Indizes werden als praxisnahe Annäherung an den Gesamtmarkt verstanden, den sie abzubilden versuchen. Denn der Selektionsprozess für ein Gesamtportfolio ist heute kaum mehr anders denkbar als top-down: Zuerst erfolgen Auswahl und Gewichtung von Assetklassen (repräsentiert durch deren Indizes), erst danach werden die Einzelpositionen der jeweiligen Klassen selektiert. Weil das alle Mitspieler wissen und sich darunter nicht nur die Käufer sondern auch die Anbieter aller Arten von Anlageprodukten befinden, wird seit geraumer Zeit darüber debattiert, was eine Gruppe von Anlagen zu einer eigenständigen Klasse macht und welche davon unbedingt in ein Portfolio gehören.

Während etwa Anbieter von Schiffsbeteiligungen ein Interesse daran haben, ihre Produkte als eigenständige Anlageklasse auf dem Markt zu plazieren und die entsprechende Aufmerksamkeit auf sich zu ziehen, trachten die Asset Manager danach, ihr Universum möglichst überschaubar zu halten. Sie sind daher eher geneigt, alle Beteiligungsmodelle abseits börsengehandelter Aktien zur Klasse «Private Equity» zu zählen.

Das Managed-Futures-Rätsel

Ähnlich gespalten sind die Meinungen, wenn es darum geht, den Platz von Managed Futures (auch Commodity Trading Advisors oder CTAs genannt) im Anlageuniversum zu definieren. Tatsache ist, dass deren heutige Ausprägung eine eindeutige Zuordnung zu einer Rätselaufgabe auf hohem Niveau macht:

1.) Managed Futures beinhalten praktisch alle liquiden Assetklassen: Rohstoffe, Währungen, Geldmarkt- und Anleiheinzinsen sowie eine breite Palette an Aktienindizes. Die Gesamtheit dieser Terminmarktkonten kommt der Definition des Marktportfolios nahe und geht gleichzeitig darüber hinaus: Managed Futures können auch auf fallende Kurse setzen, was in Sharpes Modell nicht vorgesehen war.

2.) Der Erwartungswert für den Ertrag eines Futuresmarktes ist null. Unterstellt man, dass Futuresmärkte effizient sind, so wäre es einem einzelnen Teilnehmer unmöglich, auf Dauer Gewinne zu erzielen.

3.) Managed Futures liefern nichtsdestotrotz konsistent positive Erträge. Die beiden ältesten Indexfamilien für Managed Futures, der Barclay CTA- und der CISDM-CTA-Index, weisen seit 1980 Gesamtperformances von rund 2500 bzw. 5000% aus.

Setzen wir für die weiteren Betrachtungen voraus, dass wir eine praxisnahe Definition einer Assetklasse wie folgt akzeptieren: «Eine Assetklasse ist eine Gruppe von Anlagen mit gemeinsamer und in Bezug zu anderen Assetklassen eigenständiger Beta-Charakteristik.» Die entscheidenden Klasseneigenschaften wären daher die beiden in der Beta-Formel verwendeten Variablen Korrelation (bzw. Kovarianz) und Standardabweichung (bzw. Varianz) der Erträge. Für eine Assetklasse im Sinn dieser Definition sollten folgende Kriterien zutreffen:

a) Die einzelnen Elemente einer Klasse dürfen sich hinsichtlich Risiko und Ertrag durchaus unterscheiden, sie sollen aber eine insgesamt positive

Ertragserwartung sowie korreliertes (und positives) Beta zur Klasse bieten.

b) Eine Assetklasse sowie deren einzelne Elemente sollen sich insoweit eigenständig erweisen, als sie in Beziehung zu möglichst jeder anderen Assetklasse und deren Elementen weitgehend unkorrelierte (Beta-neutrale) Erträge liefern und somit einen Beitrag zur Diversifikation leisten.

Gilt diese Definition, dann legen bisherige Studien nahe, dass es sich bei Managed Futures um eine eigenständige Assetklasse handelt. Die wissenschaftliche Literatur über das Phänomen Managed Futures ist reichhaltig, und insbesondere eine bemerkenswerte Eigenschaft der CTA-Produkte wurde bereits mehrfach bestätigt: Sie korrelieren auf lange Sicht so gut wie nicht mit dem Aktienmarkt. Um dem Rätsel auf die Spur zu kommen, wechseln wir von der Mutmassung zu empirischen Daten.

Das CTA-Universum

Im breiten, kapitalgewichteten CISDM-CTA-Index befanden sich per Ende März 2008 insgesamt 505 Managed-Futures-Fonds, die sich in zwei Hauptsegmente unterteilen:

1.) Systematische CTAs, die technische Handelsprogramme verwenden. Hier entscheiden vordefinierte Regelsätze, wann, was und wieviel gekauft oder verkauft wird. Die überwältigende Mehrheit dieser Gruppe handelt breit diversifizierte Portfolios aus Rohstoffen und Finanzwerten.

2.) Diskretionäre CTAs, bei denen die Manager zumeist nach fundamentalen Gesichtspunkten investieren. Die Mehrheit in dieser Gruppe sind auf einzelne Märkte spezialisiert (etwa Commodities).

Die systematischen Produkte machen über 3/4 der Fonds und rund 90% des Gesamtkapitals aus, davon wiederum handelt der Grossteil ein breit diversifiziertes Portfolio aus Finanzwerten und Commodities. Der kapitalgewichtete Gesamtindex spiegelt also im wesentlichen die Entwicklung dieser

Produkte wider. CISDM-Mitbewerber Barclay, der zweite auf Managed Futures spezialisierte Index-Provider, führt 571 Fonds in seiner Datenbank; 434 davon sind systematische Fonds. Im (gleichgewichteten) Barclay CTA-Index haben die systematischen CTAs daher einen Anteil von 76%.

Wenn wir also heute von «Managed-Futures-Fonds» sprechen, dann meinen wir in erster Linie technisch-systematische sowie über alle Marktsegmente breit diversifizierte CTAs. Wir konzentrieren uns bei den weiteren Überlegungen auf diese Kategorie und untersuchen, ob wir es bei systematischen, diversifizierten CTAs im Sinne unserer Definition mit einer Assetklasse zu tun haben. Sollte das zutreffen, dann erwarten wir, ähnliche Beta-Charakteristiken im Vergleich zwischen Einzelwerten, Gruppen und Gesamtindizes sowie im Bezug zu anderen Assetklassen aufzufinden, wie man sie bei traditionellen Assetklassen (etwa Aktien) findet.

Der Assetklassentest

Um etwaige Daten-Verzerrungen, wie sie Indizes in der Literatur oft vorgeworfen werden, möglichst auszufiltern, entscheiden wir uns für die weiteren Analysen als primäre Datenquelle zunächst für ein weitgehend abgesichertes Sample aus Produkten der weltgrössten Anbieter. Diese von uns gebildete Peer Group, wir nennen sie «SCTA 25», besteht aus 25 der grössten, systematischen und diversifizierten Futures-Fonds, die den folgenden Kriterien entsprechen:

- 1.) Lückenloser Track Record von Ende 1997 bis 2007.
- 2.) Diversifiziertes Portfolio aus Rohstoffen und Finanzfutures.
- 3.) Aktives Management mit technisch-systematischem Ansatz.
- 4.) Nur ein Fonds pro Anbieter.

Die 25 Fonds hatten zu Beginn des Jahres 2008 eine Gesamtkapitalisierung von rund 25 Mrd. US-Dollars – das entspricht, je nach Schätzung, 10 bis 15% des gesamten Branchenvolumens

der Managed-Futures-Industrie. Verwendet wurden die Monatsperformances im Zeitraum Jänner 1998 bis Dezember 2007, wobei alle Fonds gleich gewichtet wurden. Als Referenz benutzen wir die Einzelaktien des Dax. Die Datenreihe deckt hier nur die fünf Jahre von Mai 2003 bis April 2008 ab, da durch die häufigen Umgruppierungen des Indexes sonst zu viele Einzelwerte fehlen würden. Von den 30 heutigen Dax-Werten bleiben selbst für diesen Zeitraum nur 28 Werte übrig, welche zum Stichtag 30. April 2003 bereits einen Kurs hatten (auch Aktienindizes leiden unter Survivorship Bias). Das spielt für unsere Betrachtungen aber keine Rolle. Die Referenz dient lediglich zur Prüfung, ob sich bei den CTA-Produkten analoge Klasseneigenschaften finden. Darüber hinaus verwenden wir den CISDM Systematic Index als übergeordneten CTA-Benchmark – auch um zu überprüfen, ob wir mit unserem Sample nicht rein zufällig einen nicht repräsentativen «Glückstreffer» gelandet haben.

Die Ergebnisse

1.) *Erträge und Risiko:* Die annualisierten Erträge lagen in der untersuchten Gruppe zwischen 5,09 und 19,58%. Ein gleichgewichtetes Portfolio aller 25 Fonds hätte einen annualisierten Ertrag von 11,67% erbracht, der Marktindex CISDM Systematic lieferte 6,18%. Die annualisierten Volatilitäten lagen in einem noch breiteren Band zwischen 5,26 und 26,89% (Gruppe SCTA 25: 13,18%, CISDM Systematic Index: 8,02%).

2.) *Korrelationen:* 24 der 25 untersuchten Fonds korrelieren mehr oder weniger stark positiv untereinander (Minimum: 0,12; Maximum: 0,83; Mittelwert 0,52), sowie auffallend stark mit ihrem Gruppenindex SCTA 25 (Minimum 0,47; Maximum 0,88) und dem Marktindex CISDM Systematic (Minimum 0,29; Maximum 0,82). Die einzige Ausnahme bildet das «Crabel Diversified Futures Program», welches praktisch unkorreliert (bis schwach negativ korreliert) zu allen anderen Fonds ist. Sein Korrelationskoeffizient zum Gruppendurchschnitt der SCTA 25 beträgt – 0,02. Wir werden auf diese

Auffälligkeit am Schluss eingehen. Die Dax-Werte erweisen sich in bezug auf die Korrelationen untereinander als etwas inhomogener (Minimum – 0,11; Maximum 0,77; Mittelwert 0,34); es sind aber erwartungsgemäss alle 28 Aktien positiv mit ihrem Index korreliert (Minimum: 0,29; Maximum 0,76).

3.) *Betas*: Die 24 positiven Betas der untersuchten Fonds zur Vergleichsgruppe SCTA 25 sind breit gestreut. Sie liegen in 10 Fällen zwischen 0,39 (Minimum) und unter 1 sowie in 14 Fällen zwischen 1 und 2,55 (Maximum). Der bereits genannte «Ausreisser» zeigt ein unkorreliertes Beta von –0,01. Vergleicht man dieses Ergebnis wiederum mit den Dax-Referenzwerten, bleibt die einzige tatsächlich signifikante Auffälligkeit der einzelne unkorrelierte Fonds – das Minimum im Dax liegt mit 0,33 nahe dem zu erwartenden unteren Grenzwert von 0,3 (Fresenius).

4.) *Beta-Eigenschaften zum Aktienmarkt (MSCI World Index)*: Die 25 Fonds der SCTA-25-Gruppe weisen Beta-Eigenschaften im Bezug zum Aktienmarkt auf, die homogener sind als erwartet. Die niedrigen Beta-Faktoren (zwischen –0,47 und 0,17 bei einem Mittelwert von –0,18) resultieren aus der schwach negativen oder überhaupt fehlenden Korrelation (zwischen –0,43 und 0,07 bei einem Mittelwert von –0,2). Auch dieses Ergebnis korrespondiert mit dem übergeordneten CISDM Systematic Index (– 0,08 zum MSCI World). Das Ergebnis ist ein weiterer, starker Hinweis auf die eigenständigen Risiko/Ertrags-Eigenschaften von Managed Futures.

5.) *Beta-Eigenschaften zu anderen Assetklassen*: Die Korrelationskoeffizienten, sowohl unseres Samples als auch des übergeordneten Benchmarks, weisen, wenn überhaupt, dann ledig-

lich auf einen sehr schwachen Wirkungszusammenhang mit anderen typischen Instrumenten hin, die in heutigen Asset Allocations eine wichtige Rolle spielen.

Praktisch unkorreliert sind systematische Managed Futures ausgerechnet mit Hedge Funds, also jener Gruppe von Investments, zu denen sie häufig gezählt werden: Der Korrelationskoeffizient des Samples mit dem Credit Suisse / Tremont Hedge-Index beträgt für die untersuchten 10 Jahre lediglich 0,12 (CISDM Systematic: 0,12). Auch für Rohstoffe (Goldman Sachs Commodity Index) und Anleihen (JP Morgan Global Government Bond Index) liegt die Korrelation sowohl des Samples als auch des Benchmarks CISDM Systematic im nicht signifikanten, schwach positiven Bereich (jeweils unter 0,3). Die Betas bieten – weil unkorreliert – keinen zusätzlichen Erklärungswert.

Schlussfolgerungen

Die Auswertung der Daten hat bestätigt, was frühere Studien nahelegen: Managed Futures, insbesondere aber die grosse Gruppe der systematischen Produkte aus dem CTA-Universum, korrelieren mit keiner anderen Assetklasse im signifikanten Bereich und bieten daher Beta-neutrale Erträge sowohl in Bezug zu Aktien als auch zu Anleihen und sogar Hedge Funds und Rohstoffen. Sie leisten daher einen wertvollen Beitrag zur Diversifikation eines Gesamtportfolios. Als gesichert sehen wir jedenfalls an, dass sich die Gruppe der systematischen und diversifizierten Managed-Futures-Produkte (und das ist das mit Abstand grösste Segment der CTA-Industrie) wie eine eigenständige Assetklasse verhält und als solche eine von anderen Klassen unabhängige Betaquelle darstellt. Ob es sich bei Managed Futures auch im streng akademischen Sinn um eine Assetklasse handelt, dürfte für die

Anwendung im Portfolio Management eine Frage mit nur geringer praktischer Relevanz sein. Nicht Gegenstand unserer Datenanalyse war im übrigen, ob andere CTA-Stile, wie etwa diskretionäre Manager oder auf einzelne Marktsegmente spezialisierte Produkte (z.B. reine Währungsprogramme), gegebenenfalls andere Charakteristika aufweisen.

Die im Durchschnitt auffällig hohen Korrelationen unter den Futures-Handelssystemen sind sehr wahrscheinlich darauf zurückzuführen, dass die Mehrzahl auf mittel- bis langfristig trendfolgenden Modellen basieren. Diese Handelsansätze bieten zwar reichlich Spielraum für Variationen, aber generell ist dennoch zu erwarten, dass Gewinne und Verluste tendenziell in denselben Perioden entstehen. Daneben gibt es aber auch eine kleinere Gruppe, die andere Handelsmodelle verwendet. Der Ausreisser in unserem Sample («Craebel Diversified Futures Program») gehört in diese Kategorie – es handelt sich um ein kurzfristiges Handelssystem, das auf Momentum und Mean Reversion setzt.

Wir haben festgestellt, dass nicht nur unser Sample aus langjährig erfolgreichen Produkten, sondern auch der Branchenschnitt durchaus ansprechende Erträge liefert und dass diese Erträge überwiegend hoch positiv zu ihrem Marktindex (CISDM Systematic) korreliert sind. Die Beta-neutrale und positive Ertragserwartung ist daher sehr wahrscheinlich nicht durch Datenfehler in den Indizes erklärt, sondern tatsächlich ein Merkmal der systematischen CTA-Klasse. Die Ursache für diese Outperformance könnte in der Vermutung gesucht werden, dass Handelssysteme emotionslos sowie schneller, sicherer und damit auch besser arbeiten als die Masse der menschlichen Trader.

Systematische Managed Futures wären in diesem Fall die Materialisierung der Erkenntnisse aus der Behavioural-Finances-Forschung der letzten 30 Jahre – ein harter Affront gegenüber der klassischen Finanzmarkttheorie und insbesondere gegenüber der Effizienzhypothese.

www.ftc.at •

Managed Futures: geringe Korrelation zu andern Anlagen

	SCTA 25	CISDM Systematic
Rohstoffe (GSCI)	0,27	0,23
Anleihen (JPM GGBI)	0,29	0,26
Hedge Funds (CS/T)	0,12	0,10