

ALTERNATIVES

Ausblick Hedgefonds-Strategie viertes Quartal: K2 Advisors

October 31, 2018

In ihrem Ausblick für das vierte Quartal 2018 werfen die Research- und Portfolio Construction-Teams von K2 Advisors einen genaueren Blick auf Alpha und erklären, warum es aus ihrer Sicht oft falsch verstanden wird. Sie sind der Ansicht, dass derartige Einblicke Anlegern helfen können, die Argumente für den Erwerb von Publikumsfonds mit Hedge-Strategien besser zu verstehen.

Alpha ist schwierig

Im Rahmen des Ausblicks für dieses Quartal wollen wir uns einmal näher mit Alpha befassen. Für Hedgefonds kann die Bedeutung dieser Kennzahl nicht hoch genug eingeschätzt werden. Das Problem besteht aus unserer Sicht darin, dass es häufig missverstanden wird. Aus rein qualitativer Sicht verstehen Anleger Alpha als Maß dafür, wie sehr ein aktiver Portfoliomanager – auf Basis seiner Kompetenz bei der Auswahl von Anlagen – positiv oder negativ zur Rendite eines Portfolios beiträgt.

So weit, so gut. Kommt man dann aber darauf zu sprechen, wie sich dieses kurzlebige statistische Phänomen konkret messen lässt, kann die Angelegenheit schnell recht nebulös werden.

Alpha wird häufig auf abstrakter Ebene besprochen. In einigen Fällen wird eine präzise quantitative Messung nicht genau festgelegt, in anderen weist die Berechnungsweise Mängel auf. Häufig werden vage formulierte Ad-hoc-Definitionen verwendet, die niemals auf Validität überprüft werden.

Um es klar zu machen: wir wollen hier beileibe niemanden durch den Schmutz ziehen. Wir verstehen, wie schwierig die Angelegenheit ist. Aus rein mathematischer Sicht ist Alpha in jeder Hinsicht kompliziert. Es lässt sich nur schwerlich quantifizieren und konsequent messen, und die Lage wird sogar noch schwieriger, wenn es darum geht, es tatsächlich zu erzielen. In den Marketingbroschüren von Vermögensverwaltern ist nicht selten von einer „Generierung“ von Alpha die Rede.

Um es auf den Punkt zu bringen: Alpha lässt sich nicht „generieren“. Es kann nur erfasst werden – und die Möglichkeiten hierzu sind oft verschwindend gering. Im Laufe der Zeit und über Märkte hinweg handelt es sich hierbei um ein Nullsummenspiel. Um Alpha zu erhalten, muss man es jemandem anderen abzunehmen.

Mathematisch betrachtet (und dies tut uns sehr leid) stellt Alpha die außergewöhnliche Rendite auf ein Wertpapier oder Portfolio dar, die über das hinausgeht, was durch ein Gleichgewichtsmodell wie das Capital Asset Pricing Model (CAPM) vorhergesagt wird. Dem CAPM zufolge ist die erwartete Rendite einer Anlage proportional zu ihrer Exponierung gegenüber dem systematischen bzw. nicht diversifizierbaren Risiko.

Um es klarer zu formulieren: jede Anlage sollte den jeweiligen risikofreien Zins (sagen wir vorerst einmal: die Rendite auf US-Staatsanleihen) bieten, zuzüglich einer Prämie, die davon abhängt, wie viel Marktrisiko (dieses wird auch als Beta bezeichnet) übernommen wird.

Wenn wir nun einen Schritt weiter gehen, ist Alpha der Koeffizient – oder der Restbetrag der erwarteten Rendite. In einem effizienten Markt wäre der erwartete Wert des Alpha-Koeffizienten null; wir stellen jedoch fest, dass Märkte ausgesprochen ineffizient sind. Wenn also ein Fonds oder ein Wertpapier eine höhere Rendite liefert als angesichts seiner Marktsensitivität (Beta) zu erwarten wäre, spricht man von einem positiven Alpha. Falls es schlechter rentiert, als sein Beta vorhersagt, hat es ein negatives Alpha.

Um es möglichst einfach zu formulieren: Alpha ist der Teil der Rendite eines Portfolios, der das Ergebnis von Faktoren außerhalb des Portfolioengagements am Markt ist.

Will man Alpha bei alternativen Anlageformen messen, so ergibt sich eine zusätzliche Komplexitätsebene. Es ist äußerst schwierig, das Markt-Beta zu definieren. Wie sie wissen, gelten viele alternativen Anlagen (aber nicht alle!) als „Absolute Return“-Instrumente, d.h. sie sind nicht an eine bestimmte Benchmark gebunden. Nehmen wir als Beispiel einmal Hedgefonds.

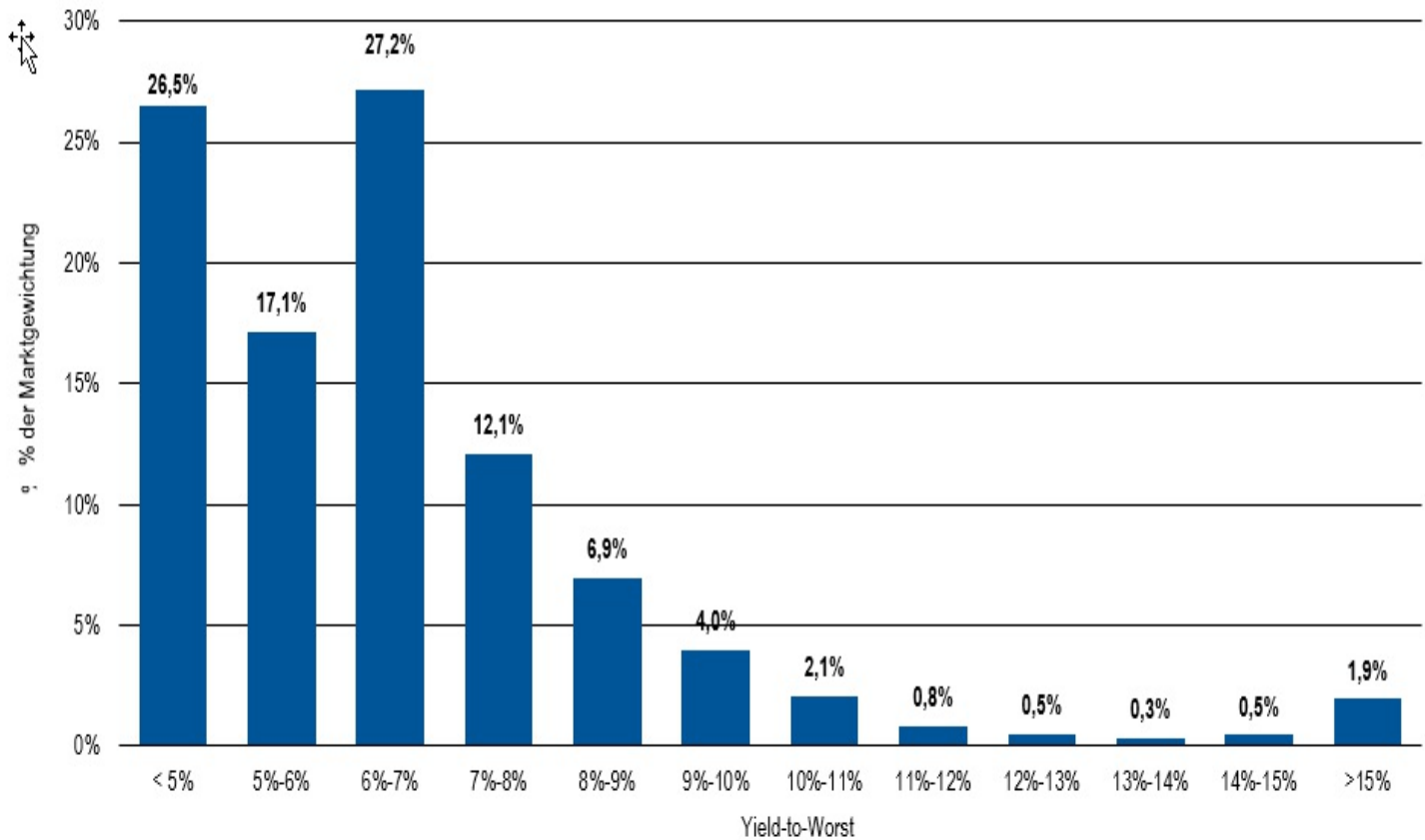
Hedgefonds lassen sich zwar gegenüber herkömmlichen Markt-Benchmarks wie etwa dem S&P 500 Index messen, zur Bestimmung des Beta-Profiles eines Hedgefonds sind jedoch Erkenntnisse und Transparenz hinsichtlich seiner Handelsstrategie und der Wertpapiere, in die er investiert, erforderlich. Nur so lassen sich systematische Risikoengagements verstehen und messen.

Die gute Nachricht ist aus unserer Sicht, dass alternative Anlagen und andere ausgewählte Anlagestrategien messbares Alpha liefern, sofern eine angemessene Methodik gewählt wird. Nichtsdestotrotz ist es wichtig, zu erkennen, dass die Messung und Überwachung von Alpha eine variable Tätigkeit darstellt, die vom Anlageprogramm des jeweiligen Managers und den von ihm für eine Anlage ausgewählten Wertpapieren abhängt.

Herkömmliche Alpha-Kennzahlen und -Berichte versäumen es häufig, die statistischen Artefakte zu eliminieren, die die Bedeutung der gemeldeten Zahlen erheblich verändern können. Das ist etwas, das man im Hinterkopf behalten sollte. Das, was man nicht sieht, kann man auch nicht messen – auch Alpha bildet da keine Ausnahme.

Durationsrisiko weiterhin hoch US-Hochzins-Marktgewichtung nach Yield to Worst

Stand: 25. September 2018



Nur zur Veranschaulichung – keine Darstellung für einen bestimmten Fonds von Franklin Templeton. **Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist weder ein Indikator noch eine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung.**

Quelle: BofA Merrill Lynch. Stand: 25. September 2018. Hochzinsmarkt abgebildet durch den ICE BofAML US High Yield Index. Indizes werden nicht gemanagt und es ist nicht möglich, direkt in einen Index zu investieren. Gebühren, Kosten oder Ausgabeaufschläge sind in den Indizes nicht berücksichtigt. Wichtige Mitteilungen und Nutzungsbedingungen der Datenanbieter verfügbar unter www.franklintempletondatasources.com.

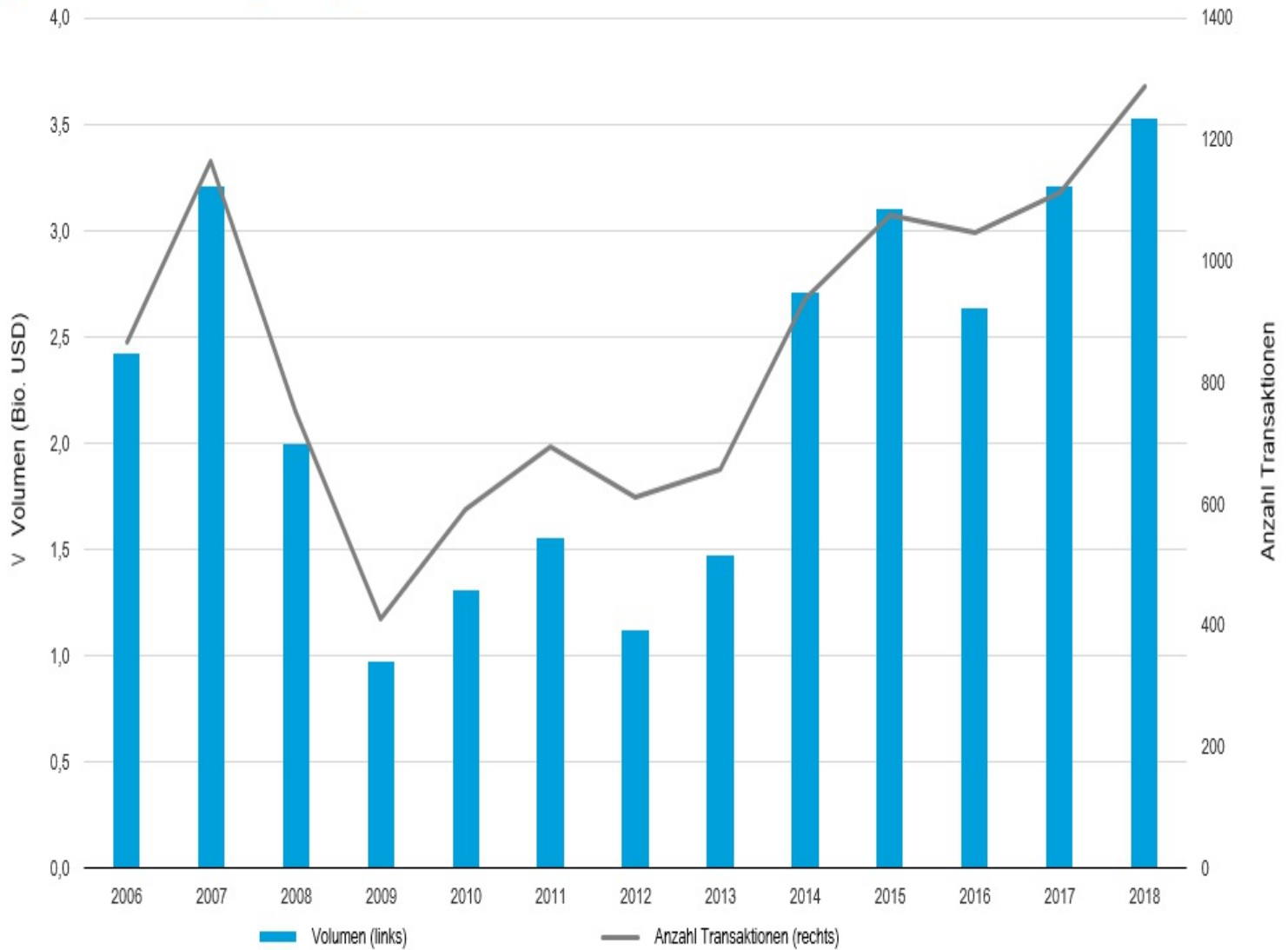
Relative Value - Festverzinsliche Anlagen

Angesichts steigender Zinsen rückt das Durationsrisiko^[1] für Rentenanleger, beispielsweise am Markt für Hochzinsanleihen, immer mehr in den Blickpunkt. Manager im Bereich der festverzinslichen Relative-Value-Strategien (z. B. Long/Short-Credit) erscheinen aufgrund der kürzeren Duration ihrer Portfolios aus unserer Sicht gut aufgestellt und sollten in der Lage sein, Alpha aus der zunehmenden Sektorstreuung zu erfassen.

Event Driven - Fusionsarbitrage

Die Unternehmensaktivitäten dürften 2019 voraussichtlich stark bleiben. Der erfolgreiche Abschluss der Fusion von AT&T und Time Warner sollte einen Anstieg der Transaktionszahlen in der Medienbranche nach sich ziehen. Auch für vertikale Fusionen dürfte der Ausblick allgemein günstiger werden. Verschiedene Faktoren begünstigen diesen Trend, darunter Steuersenkungen für Unternehmen, die Rückführung von Liquidität, die starke Zuversicht der CEOs und robuste Kreditmärkte. Die größte Belastung ist der Handelskrieg zwischen den USA und China.

Globale Fusions- und Übernahmetätigkeit (Januar–August)

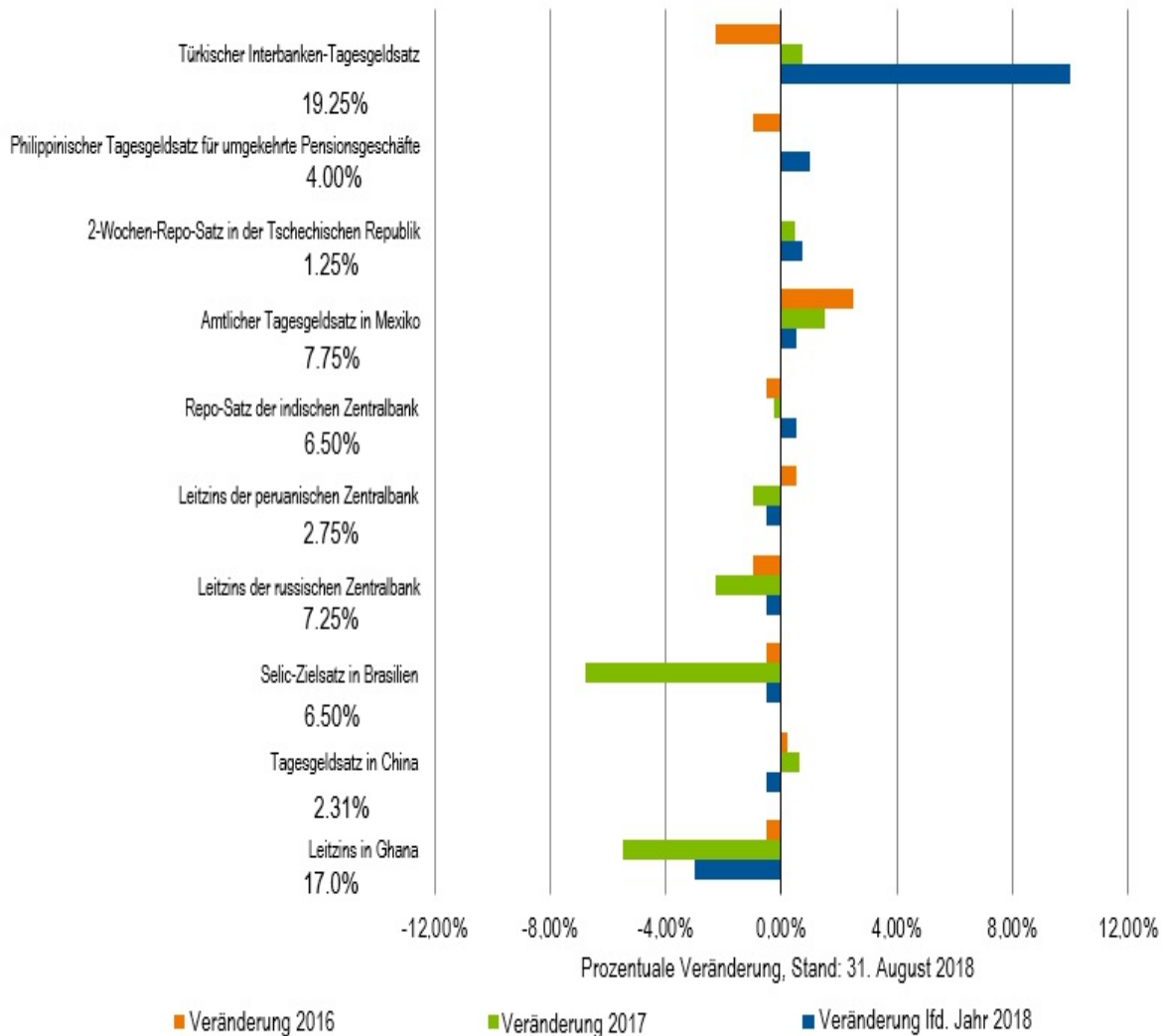


Quelle: Bloomberg, Stand: 31. August 2018. Globale Fusions- und Übernahmetransaktionen (M&A) über 500 Mio. USD von Januar bis August.
Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist weder ein Indikator noch eine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung.

Discretionary Macro

Unserer Ansicht nach ergeben sich für diskretionäre Manager zahlreiche potenziell attraktive Handelschancen aus der gegenläufigen makroökonomischen Entwicklung verschiedener Länder und den sich hieraus ergebenden politischen Maßnahmen, wichtigen politischen Wahlen und internationalen Handelsgesprächen. Die jüngste Schwäche der Schwellenländer könnte ebenfalls einen attraktiven Einstiegspunkte bieten, auch wenn die Volatilität und die potenziellen Risiken weiterhin erhöht sein dürften.

Stand: 31. August 2018



Quelle: Bloomberg. Stand: 31. August 2018. Die meisten Zentralbank-Leitzinsen sind als Tagesgeldsätze ausgedrückt (die Zinsen, die Einlageinstitute zahlen, wenn sie Kredite von der Zentralbank aufnehmen); es gibt jedoch vereinzelte Ausnahmen. **Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist weder ein Indikator noch eine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung.**

Sie möchten weitere Einschätzungen von Franklin Templeton Investments per E-Mail erhalten? Dann abonnieren Sie unseren Blog [Beyond Bulls & Bears](#).

Die neuesten Tipps und Infos für Anleger finden Sie auf Twitter [@FTI Germany](#).

Die Kommentare, Meinungen und Analysen sind die persönlichen Ansichten der Anlageverwalter und werden ausschließlich zur allgemeinen Information bereitgestellt. Sie sind nicht als Anlageberatung, Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf, Verkauf oder Halten eines Wertpapiers oder zur Übernahme einer bestimmten Anlagestrategie zu verstehen. Sie stellen auch keine Rechts- oder Steuerberatung dar. Die Informationen in diesem Dokument entsprechen dem Datum der Veröffentlichung und können sich ohne Vorankündigung ändern. Sie sind nicht als vollständige Analyse aller wesentlichen Fakten in Bezug auf ein Land, eine Region, einen Markt oder eine Anlage gedacht.

In diesem Dokument möglicherweise verwendete externe Daten wurden von Franklin Templeton Investments („FTI“) nicht unabhängig verifiziert, bewertet oder überprüft. FTI haftet auf keinen Fall für Verluste, die durch die Nutzung dieser Informationen entstehen. Das Vertrauen auf die Kommentare, Meinungen und Analysen in diesem Dokument liegt im alleinigen Ermessen des Nutzers. Manche Produkte, Dienstleistungen und Informationen sind möglicherweise nicht in jedem Land verfügbar und werden außerhalb der USA von anderen mit FTI verbundenen Unternehmen und/oder ihren Vertriebsstellen, wie nach lokalem Recht und lokalen Vorschriften zulässig, angeboten. Bitte wenden Sie sich für weitere Informationen über die Verfügbarkeit von Produkten und Dienstleistungen in Ihrem Land an Ihren eigenen professionellen Berater.

Welche Risiken bestehen?

Alle Anlagen sind mit Risiken verbunden, einschließlich des potenziellen Verlusts des Anlagekapitals. Der Wert von Anlagen kann fallen oder steigen, und Anleger erhalten möglicherweise nicht den vollen Anlagebetrag zurück. Hedgefonds sind komplexe Anlageformen, die unter Umständen nicht für alle Anleger geeignet sind. Anlagen in diese Art von Hedgefonds-Strategien unterliegen denselben Marktrisiken wie alle Anlagen in jede Art von Wertpapieren, unter anderem einem Volatilitätsrisiko. Der Erfolg der von Hedgefonds-Managern und Verwaltern liquider alternativer Anlagen angewandten Anlagestrategien kann nicht zugesichert werden. Wenn die Erwartungen des Verwalters nicht eintreffen, kann es bei Transaktionen immer zu einem Verlust kommen. Der Ausblick für die einzelnen Hedge-Strategien wird im Verhältnis zu anderen Hedge-Strategien ermittelt und stellt keine Meinung bezüglich der erwarteten absoluten künftigen Wertentwicklung oder des Risikos einer Strategie oder Unterstrategie dar. Die von der Research Group von K2 Advisors bestimmten Stimmungen und Überzeugungsgrade beruhen auf einer Vielzahl von Faktoren, die für den (die) Analysten, der (die) die Strategie oder Unterstrategie abdeckt (abdecken), als relevant angesehen werden, und können sich nach alleinigem Ermessen des (der) Analysten im Laufe der Zeit ändern.

Diese Dokumente beruhen auf den Analysen und Einschätzungen von K2 Advisors und weichen möglicherweise von den Einschätzungen anderer Portfoliomanager, Investmentteams oder Anlageplattformen bei Franklin Templeton Investments ab.

[1] Duration ist ein Maß für die Kurssensibilität (Wert des Kapitalbetrags) einer festverzinslichen Anlage gegenüber einer Änderung der Zinssätze. Die Duration wird als eine Anzahl von Jahren angegeben.