



## ALTERNATIVE ANLAGEN – EINE BESTANDSAUFNAHME DES UNIVERSUMS

### HIGHLIGHTS

- Hedgefonds entwickelten sich 2018 besser als der Aktienmarkt
- Systematische Macro-Strategien schnitten am besten ab, hauptsächlich dank Short-Positionen in Öl
- Long/Short-Aktienstrategien litten unter der Verkaufswelle, einer Sektorrotation und der Reduzierung von Fremdfinanzierungen
- Anleihen- und Volatilitätsarbitrage-Strategien waren widerstandsfähig und beendeten das Jahr im Plus
- Die Schwerpunktsetzung des Portfolios auf Arbitrage-Manager dürfte von dem neuen Umfeld der höheren Volatilität profitieren



**Cédric Vuignier**  
Head of Manager Research & Alternative Investments



**Christophe Campana**  
Senior Analyst

### Strategieausblick



### BISHERIGE ENTWICKLUNG

2018 war ein schwieriges Jahr. In diesem Jahr kollidierten viele widersprüchliche Kräfte: Aufgrund der steigenden Inflation, der niedrigen Arbeitslosigkeit und des soliden Wachstums hob die US-Notenbank (Fed) die Zinssätze an, während makroökonomische Turbulenzen heftige Kehrtwenden am Markt verursachten. Hedgefonds verzeichneten 2018 in den meisten Strategien im Durchschnitt eine negative Performance, hielten sich aber besser als der MSCI World TR. Es war schwierig, profitable Anlagen zu finden, doch unsere unkorrelierte Strategie war die Ausnahme. Sie erwies sich in den letzten Monaten des Jahres als robust und schloss im positiven Bereich.

Im Hinblick auf die verschiedenen Strategien schnitten Manager mit Aktien-Beta-Engagements am schlechtesten ab, da die globale Reduzierung der Fremdfinanzierungen, die im Oktober eingesetzt hatte und bis zum 21. Dezember dauerte, viele auf dem falschen Fuss erwischte. Die robustesten Strategien waren kurzfristige quantitative und Arbitrage-Strategien, die von der Zunahme der Aktienvolatilität profitierten.

Neue Herausforderungen tauchten auf, und die Manager mussten sich schnell an ein neues Paradigma anpassen, das von folgenden Entwicklungen geprägt war.

- Donald Trump belastet die Märkte. Seine manchmal brutalen Tweets und Entscheidungen haben direkte Auswirkungen auf Hedgefonds-Strategien, z.B. Merger-Arbitrage. Diese sind besonders sensitiv gegenüber dem Handelskrieg zwischen den USA und China, und die Aktionen von Präsident Trump zwingen die Manager, ihre Anlageprozesse zu überdenken.
- Auswirkungen von volatilitätsbegrenzten Instrumenten, wie Risk-Parity-, systematischen und passiven Produkten. Diese haben in den letzten Jahren massive Vermögen angesammelt und sich zu bedeutenden Markttreibern entwickelt.
- Die Liquiditätslücke ist zu einem wiederkehrenden Thema und Markttreiber geworden. Nach der globalen Finanzkrise erzwangen neue Regulierungsbestimmungen die Einstellung des Eigenhandels, und angesichts der anhaltenden Zinsstraffung der Fed war die Liquiditätslücke ein massgeblicher Faktor für die Zunahme der Volatilität.

Wir haben unsere Allokation zugunsten von kurzfristigen Akteuren – systematischen und diskretionären – und Volatilitätsarbitrage-Strategien angehoben, die grössere Chancen haben, vom aktuellen Umfeld zum Zyklusende zu profitieren.



➤ **MACRO**

Die Reduzierung von Fremdfinanzierungen bei Aktien und die Tendenz zu höheren impliziten und realisierten Volatilitätsniveaus waren im Berichtszeitraum nachteilig für Macro-Manager. Anfang September glichen die Allokationen in diskretionären Macro-Manager den bereits während des gesamten Jahres gehaltenen Positionen. Das heisst, sie waren recht niedrig, umfassten aber immer noch ein gewisses Aktien-Beta, das im Oktober aber rasch nahezu auf null reduziert wurde. Viele Manager waren angesichts der mangelnden Klarheit an den Märkten, der Verschlechterung der Liquiditätsbedingungen und des turbulenten makroökonomischen Umfelds geradezu gelähmt. Sie hielten eine leicht idiosynkratische und taktische Positionierung mit Tendenz zu US-Renditen und Long-Positionen im US-Dollar gegenüber Rohstoffwährungen. Letztere wurden im Berichtszeitraum zur grössten Belastung. Systematische Manager (ohne Macro) hatten erneut Mühe, da die meisten überwiegend auf Long-Positionen gesetzt hatten. Mit häufigen Richtungswechseln und einem Mangel an nachhaltigen Trends war 2018 ein schwieriges Jahr für Trendfolgestrategien. Dank des Aufwärtstrends der US-Renditen konnten sie jedoch im Anleihenbereich profitieren. Kurzfristige konträre Modelle waren dagegen besonders widerstandsfähig.

**UNSER AUSBLICK**

Wir empfinden dieses von zahlreichen Turbulenzen geprägte Umfeld zum Zyklusende als anregend - und setzen deshalb verstärkt auf einen längeren Anlagehorizont und einen geringeren Einsatz systematischer Manager (abgesehen von systematischen Macro-Strategien), da wir in ein unerforschtes Terrain vordringen. Diskretionäre Macro-Manager können Relative-Value-Trades mit Zinssätzen und Fremdwährungen eingehen, und sollten deshalb besser in der Lage sein, von den zunehmenden Unterschieden bei der Geldpolitik verschiedener Zentralbanken zu profitieren. Ein weiteres Argument zugunsten von Macro-Managern ist ihr massiver Einsatz von Futures zur Realisierung von Transaktionen. Das bedeutet, dass sie über grosse Mengen an unbelasteten Barmitteln verfügen, die in Treasury Bills investiert sind, wo sie eine risikolose Rendite von über 2,5% pro Jahr erzielen.

➤ **EQUITY HEDGE**

Für die Aktienmärkte war der Zeitraum von September bis Dezember verheerend, es gab keine sicheren Häfen und die meisten Indizes wiesen zweistellige Verluste aus. In den USA waren defensive Sektoren am robustesten. Dazu zählten etwa die Bereiche Versorger, Telekommunikation und Basiskonsumgüter. Überlaufene Wachstumsaktien und zyklische Sektoren wie IT, zyklische Konsumgüter und Industrie gerieten dagegen am stärksten unter Druck. Der schädlichste Effekt für Long/Short-Manager war die globale Reduzierung von Fremdfinanzierungen. Die allgemeine Risikoreduzierung der Hedgefondsmanager während des Markteinbruchs hatte unmittelbare Auswirkungen: Sie steigerte den abwärts gerichteten Verkaufsdruck bei Long-Positionen und den aufwärts gerichteten Druck zur Deckung von Short-Positionen. Für Manager mit Netto-Long-Positionen und Manager mit signifikanten Sektorwetten war dieses feindselige Umfeld besonders problematisch, da sie auf beiden Seiten in Bedrängnis gerieten. Insbesondere kam es in der zweiten Hälfte des Jahres 2018 zu einer Rotation in defensive Sektoren. Das Gesundheitswesen, Basiskonsumgüter, Telekommunikation und Versorger bildeten vier der fünf Sektoren mit den höchsten Nettokäufen. Manager mit marktneutralen US-Positionen litten ebenfalls unter diesem zweifachen Effekt des Führungswechsels und der globalen Reduzierung von Fremdfinanzierungen und beendeten das Jahr im Minus.

**UNSER AUSBLICK**

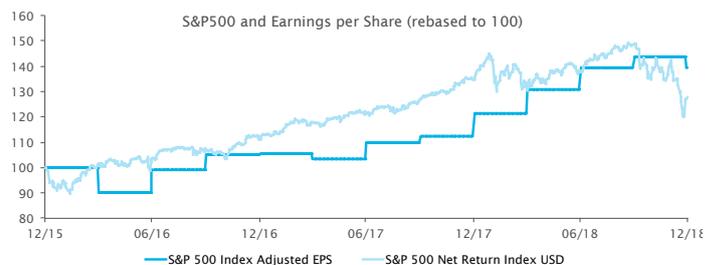
Fast alle Long/Short-Manager verringerten in den letzten Monaten des Jahres 2018 ihre Brutto- und Nettoengagements. Wir gehen davon aus, dass sie das Portfoliorisiko wieder anheben werden, sobald sich in der bevorstehenden Berichtssaison zeigt, dass die Fundamentaldaten besser sind als die zuletzt stark nach unten korrigierten Prognosen der Analysten.

**CTAs hielten Anfang des Jahres sehr hohe Long-Positionen in Aktien, doch mittlerweile erscheint die Positionierung neutraler, analog zu der von der CFTC ermittelten Netto-Long-Positionierung in Aktien**



Quelle: Bloomberg, CFTC, Goldman Sachs Global Investment Research  
Daten von Januar 2010 bis Dezember 2018

**Der jüngste Rückgang der Gewinne ist keine Rechtfertigung für die Korrektur des S&P 500**



Quelle: Bloomberg  
Daten von Dezember 2015 bis Dezember 2018

## EVENT DRIVEN

Event-Driven-Hedgefonds wiesen im Berichtszeitraum negative Ergebnisse aus. Sie litten unter dem komplexen Umfeld, das unter anderem von politischen Besorgnissen und den daraus herrührenden Marktbedingungen bestimmt wurde. Manager mit höherem Beta-Engagement gerieten in diesem negativen Umfeld besonders stark unter Druck.

Merger-Arbitrage-Spreads verzeichneten während des Berichtszeitraums keine nennenswerten Bewegungen, ausser im November, als sie sich verengten und die Strategie erneut robust war. Die Substrategie profitierte von der Verengung der weiten Spreads bei Fusionen und Übernahmen mit Bezug zu China. Grund dafür waren Bedenken über die Ablehnung weiterer Transaktionen, nachdem die chinesische Aufsichtsbehörde der Übernahme von NXP durch Qualcomm die Zustimmung verweigert hatte.

Die Renditen im Merger-Arbitrage-Bereich waren im Berichtszeitraum von abgeblasenen Transaktionen gekennzeichnet. Unsere Manager gerieten nach dem Scheitern der Akorn-Transaktion am ersten Oktober unter Druck. Der Richter entschied, dass Fresenius legitime Gründe zur Beendigung der Übernahmevereinbarung hatte. Zum ersten Mal hatte ein Gericht in Delaware eine sogenannte Material-Adverse-Change-Klausel anerkannt, die es dem Käufer ermöglicht, sich der Übernahmeverpflichtung zu entziehen, wenn eine wesentliche nachteilige Veränderung eingetreten ist.

### UNSER AUSBLICK

In einem Umfeld, in dem die Zuversicht der CEOs abnimmt und es zunehmend schwieriger wird, grosse Fusions- oder Übernahmetransaktionen oder Aktivismuskampagnen abzuschliessen, raten wir dazu, bei solchen Strategien vorsichtig zu bleiben und Positionen mit Bezug zu grenzüberschreitenden Transaktionen zu vermeiden. Im Bereich Distressed Credit bewegen sich die Kredit- und Ausfallvolumen – ausser bei Öl, Gas und Energie – auf historischen Tiefständen. Ähnlich wie in früheren Zyklen haben Emissionen mit niedrigeren Ratings jedoch in den letzten Jahren dramatisch zugenommen. In der Vergangenheit waren hohe Emissionsvolumen ein Frühindikator für eine starke Zunahme der Ausfälle.

## RELATIVE VALUE

Höhere Zinsen und weitere Spreads machten 2018 zum Jahr mit den drittschlechtesten je verzeichneten Investment-Grade-Gesamterträgen, gleich nach dem grossen «Anleihen-Massaker» von 1994 und der globalen Finanzkrise von 2008. High-Yield-Anleihen schnitten nur etwas besser ab. Long/Short-Credit-Manager konnten sich im Berichtszeitraum recht gut halten. Die Risikobudgets bewegten sich immer noch auf Tiefstwerten, da die Spreads nach wie vor sehr eng waren – die US-High-Yield-Spreads lagen nahe am historischen Zehnjahrestief –, während die Emissionsvolumen, besonders in den USA und Europa, Rekordhöhen erreichten und die Kreditbedingungen recht locker waren. Arbitrage-Manager erzielten weiterhin gute Ergebnisse. Insbesondere Anleihen-Arbitrage-Manager sind immer noch voll in Schwung und setzen verstärkt auf Futures. Sie beendeten jeden Monat im Berichtszeitraum im Plus und verlagerten einen Teil des Risikos von den seit Langem bestehenden Positionen in deutschen Bundesanleihen auf Japan und die USA. Im Bereich Volatilitätsarbitrage boten sich zwar vorteilhafte Chancen. Doch zwischen den Managern gab es bedeutende Unterschiede. Volatilitätsprämien-Arbitrageure litten unter der recht flachen US-Kurve und dem abrupten Wechsel zur Backwardation, aber auch unter einer täglichen Rally beim S&P 500. Dispersion-Manager, die Streuungen am US-Markt nutzen, erzielten dagegen gute Ergebnisse.

### UNSER AUSBLICK

Wie mittlerweile seit einigen Monaten erwähnt, gibt es im Kreditbereich immer noch viele offene Fragen. Dennoch sind wir in Bezug auf die Kapitalarbitrage weiterhin leicht optimistisch, haben allerdings das Kredit-Beta völlig beseitigt. Das höhere Volatilitätsniveau bildet den idealen Hintergrund für Renditekurvenarbitrage und Swap-Spreads. Die Volatilitätsarbitrage dürfte wieder zur wichtigsten Ertragsquelle werden. Deshalb schätzen wir diesen Bereich positiv ein.

Entwicklung des Aktienkurses von Akorn 2018 (in USD)



Quelle: Bloomberg

Daten von September 2018 bis Dezember 2018

US-High-Yield-Kreditspreads: nahe an historischen Tiefstwerten



Quelle: Bloomberg

Stand der Daten: Dezember 2018

## ➤ MIFID II SCHAFFT MEHR CHANCEN FÜR SMALL- UND MID-CAP-AKTIEN

Eines der Ziele von MiFID II bestand darin, das Research von der Handelsausführung zu trennen und die allgemeine Transparenz zu verbessern, auch im Hinblick darauf, wie Manager die Anlegergelder verwenden. Heute, zwölf Monate nach ihrem Inkrafttreten, beginnen sich die ersten Effekte von MiFID II zu zeigen.

Die Auswirkungen sind auf der Käufer- und Verkäuferseite höchst unterschiedlich. Denn MiFID II legt fest, dass Erstere keine Researchberichte erhalten dürfen, ohne dafür zu zahlen, da dies als Anreiz gesehen würde. Das bedeutet, dass die Verkäuferseite erstklassiges Research anbieten muss, für das die Kunden zu zahlen bereit sind. Aufgrund der geringeren Researchbudgets von Investmenthäusern passen Sellside-Unternehmen ihr Angebot an und verengen ihren Fokus, hauptsächlich auf bestimmte Sektoren. Laut McKinsey sind die Gebühreneinnahmen der Investmentbanken 2018 um 30% bis 35% zurückgegangen, und dieser Abwärtstrend wird voraussichtlich im Jahr 2019 andauern. Da Sellside-Unternehmen ihre Kosten senken und die Berichterstattung einschränken müssen, werden sie aufgrund der geringeren Nachfrage von Mainstream-Investmenthäusern das Research bei Small- und Mid-Caps logischerweise verringern oder einstellen.

Die wichtigste Folge für Anleger in Small- und Mid-Caps besteht darin, dass die Reduzierung der Aktienberichterstattung zu Marktineffizienzen führen wird. Dies schafft Chancen für Anleger, die selbst Research betreiben. Die Käuferseite kann diesen Wettbewerbsvorteil noch steigern und öffentlich verfügbare Informationen nutzen, die von der Verkäuferseite einfach nicht analysiert werden. Weniger Broker-Research bedeutet aber auch eine geringere Handelsliquidität für kleinere Unternehmen und damit eine höhere Wahrscheinlichkeit, dass unentdeckte Aktien nicht auf den Radarschirmen der Anleger auftauchen.

Hedgefondsmanager, die in Micro, Small oder Mid Caps aktiv sind, insbesondere in Europa, profitieren von diesem Trend, denn sie führen in der Regel ihr gesamtes Research intern durch und haben auch bisher nur selten sekundäre Researchergebnisse herangezogen. Dank der Liquiditätskonditionen für Fonds können sie die potenzielle Illiquiditätsprämie kleinerer Unternehmen leicht wegstecken. Neue Handelskanäle wie sogenannte Dark Pools – private Wertpapiere, die über Foren bzw. Internetbörsen gehandelt werden – schaffen ebenfalls zusätzliche Liquidität.

