PPCmetrics AG
Investment & Actuarial Consulting,
Controlling and Research. www.ppcmetrics.ch

Investment Consulting

ZHAW Investor Circle Liquid Alternatives

Investment Case von liquiden alternativen Anlagen

PPCmetrics AG
Dr. Diego Liechti, Senior Investment Consultant

Zürich, 20. September 2016

© PPCmetrics AG

Liquid Alternatives
Definition

- Unter **liquiden alternativen Anlagen** («Liquid Alternatives») werden **Anlagestrategien** verstanden, welche keine Benchmark, dafür aber ein **absolutes Renditeziel** aufweisen und die Möglichkeit haben, **Leerverkäufe** zu tätigen und **Fremdkapita**l aufzunehmen. Diese Strategien können täglich, wöchentlich oder monatlich gezeichnet resp. zurückgenommen werden.
- Anders ausgedrückt handelt es sich um **liquide Hedge Funds**, welche jedoch **stärker reguliert** werden (z.B. UCITS reguliert).

Liquid Alternatives
Aktuelle Nachrichten

- **2014:**

  Hot Fund Takes Wrong Turn

- **2015:**

  Can Hot New Bond Funds Burn You?

  Liquid-alternative mutual funds, 'hedge funds for the masses,' are booming

  'Liquid' alt funds still have much to prove

  'Alternative' Mutual Funds Providing Limited Protection

  As the U.S. stock market tumbled in the past three months, these funds didn't provide a lot of shelter

- **2016:**

  Liquid alternative mutual funds leave investors disappointed

  Strategy falls short as assets in US have stagnated and many are losing money

Quelle: WSJ (2014), FT(2015), WSJ (2015), FT (2016)

Liquid Alternatives

Wer investiert in Liquid Alternatives?

Liquid Alternatives

Welche Strategien werden lanciert?

Liquid Alternatives
Terms im Vergleich zu Hegde Funds

- Generell sind Liquid Alternatives auch **zugänglich für kleine Investoren**.
- Die **Liquidität ist höher**.
- Die **Gebühren sind tiefer** und es bestehen in der Regel **keine Performance Fees**.

Liquid Alternatives

Wie stark wird die Anlageklasse wachsen? PWC Prognose

Quelle: PWC (2015)

Eigenschaften und Investment Case
Argumente für Einsatz (1)

- **Diversifikationseffekt** aufgrund **breitem Einsatz unterschiedlichster Anlagekategorien und -strategien**
- **«Alpha»** durch **taktische Freiheiten**
- **«Alpha»** durch **Leerverkäufe** («Prognose» und «Arbitrage»)
- Einsatz von **Fremdkapital** (aber weniger als bei traditionellen Hedge Funds)
- **Höhere Liquidität** als traditionelle Hedge Funds
- **Kostengünstiger** als traditionelle Hedge Funds
- **Tiefere operationelle Risiken** als traditionelle Hedge Funds aufgrund Regulierung
- Fehlende Investmentopportunitäten aufgrund der **tiefen Zinsen**

Eigenschaften und Investment Case

Argumente für Einsatz (2)

- **Gemäss Investorenumfrage:**

Eigenschaften und Investment Case

Beurteilung des Investment Case (1)

- **Diversifikationseffekt** aufgrund **breitem Einsatz unterschiedlichster Anlagekategorien**
  - ☑ Je nach Anlagestrategie der Pensionskasse könnten spezielle Anlagekategorien zu einem Diversifikationseffekt führen («alternative Risikoprämien» resp. «alternative Beta»).
  - ☒ Die meisten Pensionskassen haben alle zentralen Risikoprämien in ihrer Anlagestrategie abgedeckt.
  - ☒ Weiter sind die Strategien der Liquid Alternatives nicht unabhängig von den verschiedenen Anlagekategorien.
- **«Alpha»** durch grosse **taktische Freiheiten**
  - ☒ Die empirische Evidenz zeigt, dass taktische Freiheiten nicht zu grösserer risikoadjustierter Performance führen (z.B. Merton (1981) oder Chang und Lewellen (1984), Blake, Lehmann und Timmerman (1999) oder Faff, Gallagher und Wu (2005)).

© PPCmetrics AG

Eigenschaften und Investment Case
Beurteilung des Investment Case (2)

- **«Alpha» durch Leerverkäufe** («Prognose» und «Arbitrage»)
  - ☑ Die Regulation der Banken führt dazu, dass sich diese vermehrt vom «Prop Trading» zurückziehen. Dies eröffnet möglicherweise vermehrt Arbitragemöglichkeiten.
  - ☒ Arbitrage sollte gemäss der Theorie risikolos sein. In der Praxis sind sie selten risikolos.
    - So ist ein typischer Trade für Long/Short Equity resp. Equity Neutral der «Pair Trade», wo ein gleichzeitiger Kauf und Leerverkauf von ähnlichen Aktien stattfindet. Z.B. Long Roche und Short Novartis.
    - Ein solche Trade weist zwar möglicherweise keine Marktrisiken auf («Beta-Risiken»).
    - Jedoch kann sich Novartis auf- und Roche abwerten…

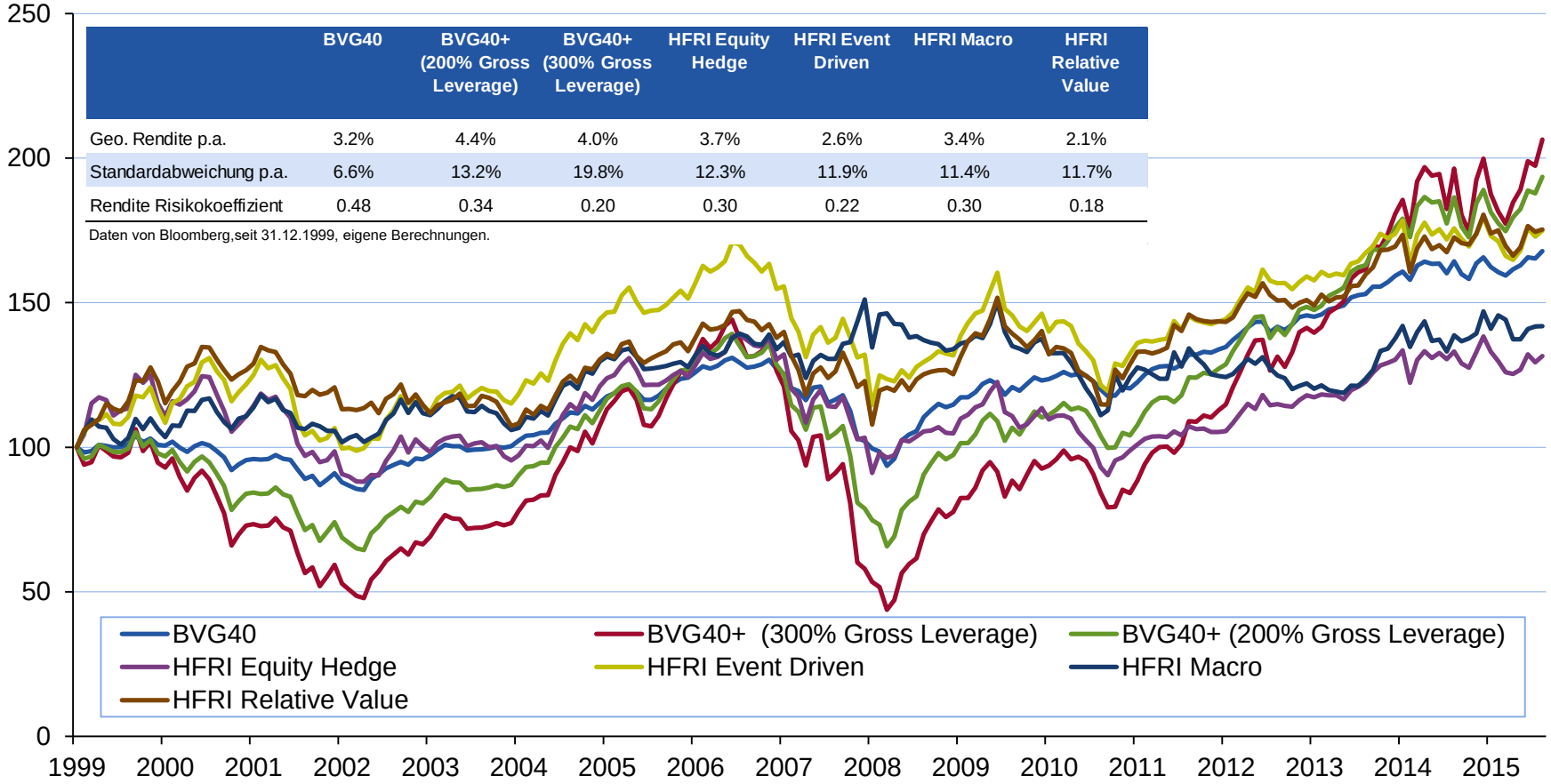
Eigenschaften und Investment Case

Beurteilung des Investment Case (3)

BVG Indizes (Leveraged) vs. HFRI in CHF

	BVG40	BVG40+ (200% Gross Leverage)	BVG40+ (300% Gross Leverage)	HFRI Equity Hedge	HFRI Event Driven	HFRI Macro	HFRI Relative Value
Geo. Rendite p.a.	3.2%	4.4%	4.0%	3.7%	2.6%	3.4%	2.1%
Standardabweichung p.a.	6.6%	13.2%	19.8%	12.3%	11.9%	11.4%	11.7%
Rendite Risikokoeffizient	0.48	0.34	0.20	0.30	0.22	0.30	0.18

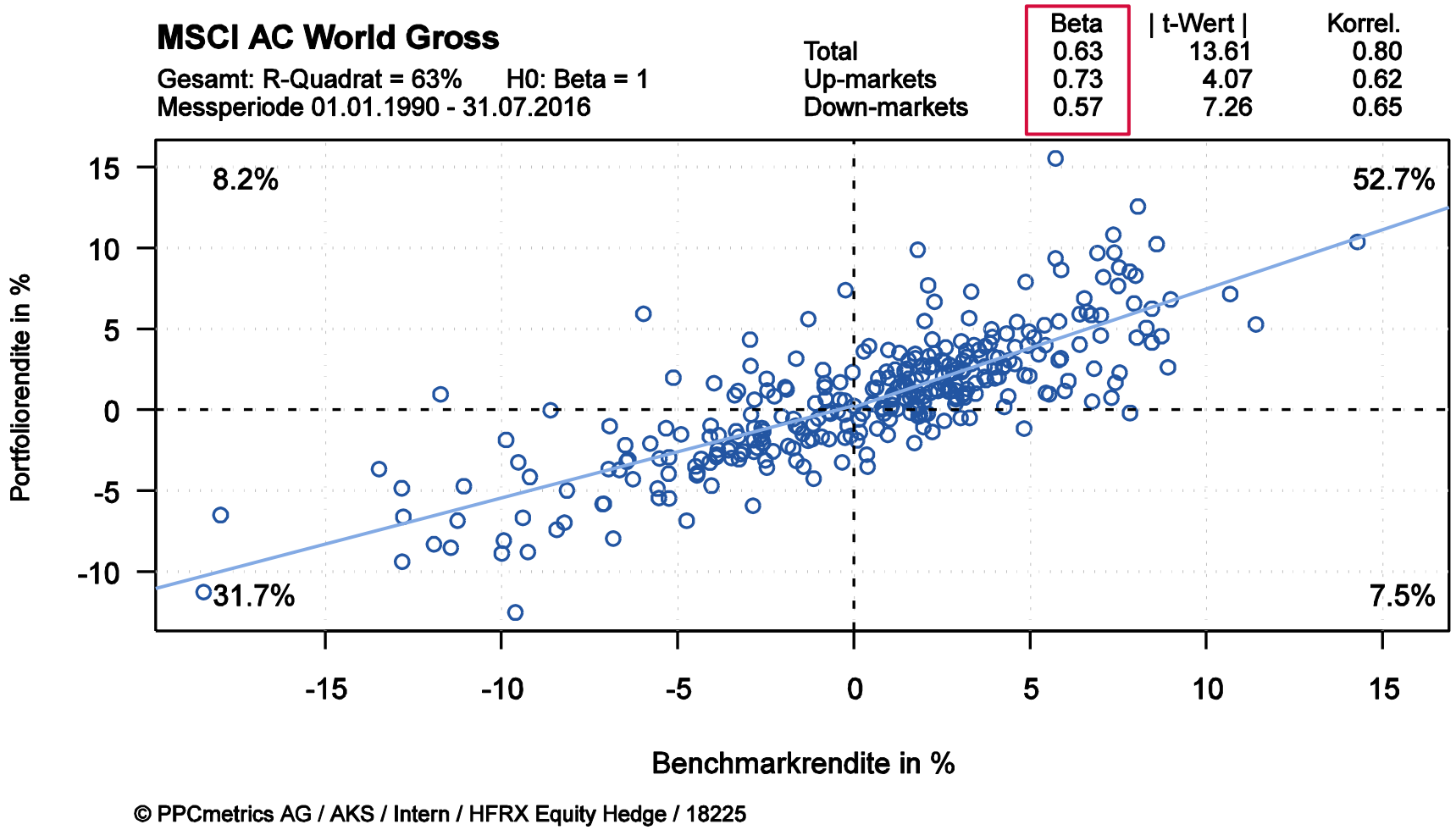
Daten von Bloomberg,seit 31.12.1999, eigene Berechnungen.



Eigene Berechnungen mit Daten seit 2000

Eigenschaften und Investment Case

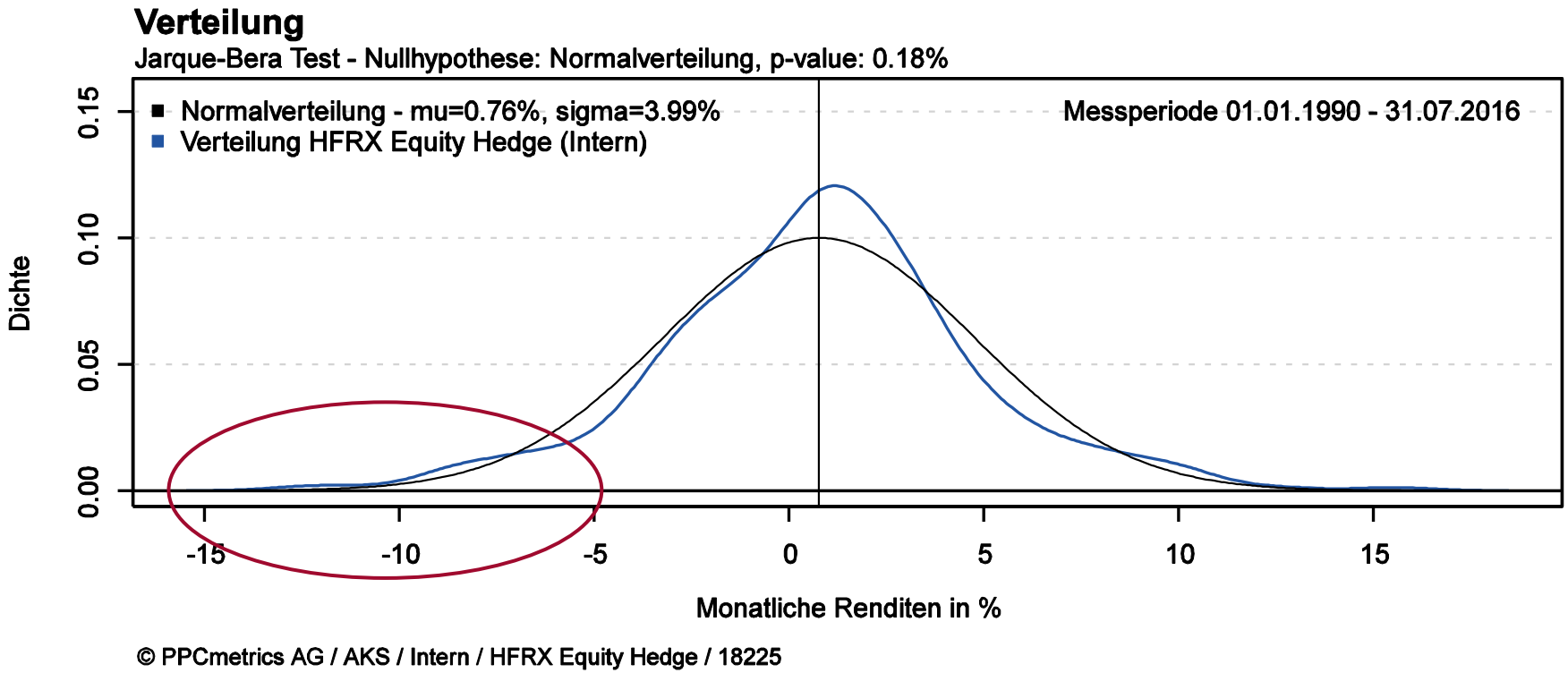
Beurteilung des Investment Case (4)



☒ Hohe Korrelation zum Aktienmarkt

Eigenschaften und Investment Case

Beurteilung des Investment Case (5)



- Die Hedge Funds Renditen weisen **«Fat Tails»** auf. Aufgrund Leverage und Leerverkäufen ist die Volatilität generell kein gutes Risikomass.

Eigenschaften und Investment Case
Beurteilung des Investment Case (6)

PPCmetrics

- Einfache Regression der relativen Renditen (HFRX Equity Hedge vs. Pictet BVG Index) mit **Anlagekategorieindizes**:

Koeffizienten	Schätzer	S.E.	T-Wert	P-Wert
Alpha (annualisiert)	1.24%	0.80%	1.55	12.21%
Barclays Capital U.S. 1-3 m T-Bills TR Index	0.60	0.04	14.10	0.00%
Citigroup WGBI ex CH hedged in CHF	-0.73	0.11	-6.79	0.00%
Barclays Capital Global Aggregate Corporate Bond	0.09	0.07	1.34	18.14%
MSCI DM World Gross	-0.11	0.03	-3.26	0.13%
MSCI EM Gross	0.14	0.02	7.08	0.00%
FTSE EPRA/NAREIT DM Gross	-0.10	0.02	-4.37	0.00%
Bloomberg Commodity Index Total Return	0.04	0.02	2.11	3.63%

  - **Kein signifikantes «Alpha»**
  - **Leverage**
  - Eher Aktien Emerging als Developed Markets

Eigene Berechnungen mit Daten seit 2001

Eigenschaften und Investment Case

Beurteilung des Investment Case (7)

Koeffizienten	Schätzer	S.E.	T-Wert	P-Wert
Alpha (annualisiert)	-0.57%	0.71%	-0.80	42.77%
Barclays Capital U.S. 1-3 m T-Bills TR Index	0.66	0.02	27.74	0.00%
Citigroup WGBI ex CH hedged in CHF	-0.46	0.13	-3.58	0.04%
AGS US Term	0.01	0.04	0.34	73.70%
AGS US Credit AA	0.07	0.04	1.88	6.15%
AGS US Credit BBB	0.02	0.05	0.40	68.90%
AGS US Credit HY	0.02	0.02	0.99	32.44%
MSCI DM World Gross	-0.01	0.03	-0.39	69.82%
MSCI EM Gross	0.10	0.02	5.80	0.00%
AGS Global Small/Large	0.22	0.03	7.32	0.00%
AGS Global Value/Growth	-0.09	0.03	-2.57	1.10%
Global Momentum (Fama French)	0.06	0.02	4.05	0.01%
AGS Global FX Carry	0.02	0.03	0.71	48.04%
AGS US Liquidity	0.00	0.01	0.33	74.49%
FTSE EPRA/NAREIT DM Gross	-0.14	0.02	-6.76	0.00%
Bloomberg Commodity Index Total Return	0.02	0.01	1.34	18.17%

Eigene Berechnungen mit Daten seit 2001

Eigenschaften und Investment Case

Beurteilung des Investment Case (8)

Eigenschaften und Investment Case

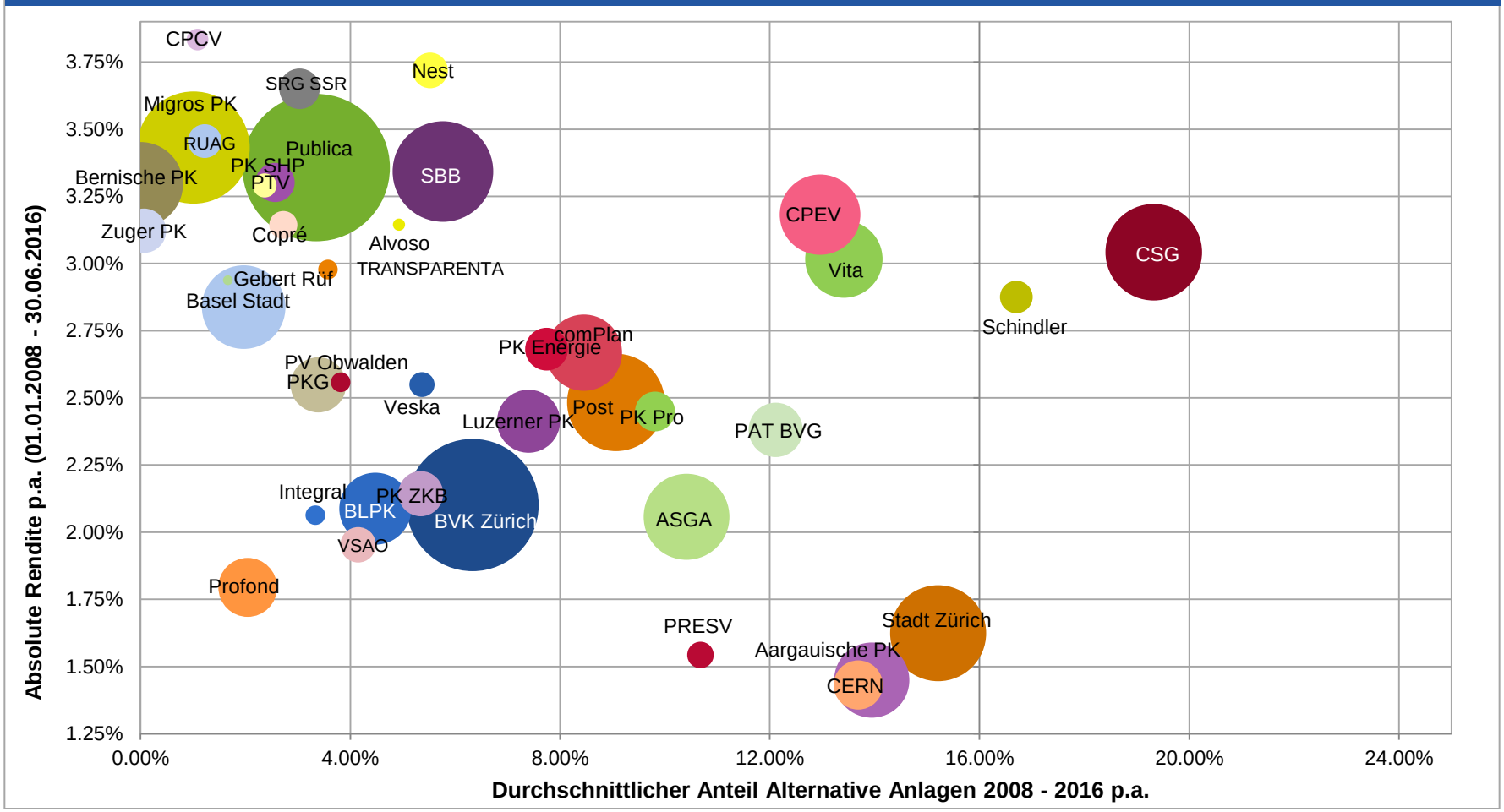
Beurteilung des Investment Case (9)

- Was bewirkt eine **10% Allokation** zu **Liquid Alternatives** in einem 60%/40% Aktien-Obligationenportfolio?
- Kumulierte relative Renditen (60%/40% ist BM):

Eigenschaften und Investment Case

Beurteilung des Investment Case (10)

Absolute Rendite und Anteil Alternative Anlagen



Eigenschaften und Investment Case
Beurteilung des Investment Case (11)

- Einsatz von **Fremdkapital** (aber weniger als bei traditionellen Hedge Funds)
  - ☒ Fremdkapital per se liefert keinen risikoadjustierten Mehrwert, da zwar die erwartete Rendite erhöht wird, aber auch die erwarteten Risiken.
- **Höhere Liquidität** als traditionelle Hedge Funds
  - ☑ Ceteris paribus ist höhere Liquidität immer besser.
  - ☒ Liquidität ist per se kein Argument, um in Liquid Alternatives zu investieren.
  - ☒ Zudem stellt sich die Frage, wie sich die Liquidität dieser Liquid Alternatives in Stressphasen verhält.
  - ☒ Weiter «verliert» man möglicherweise eine Illiquiditätsprämie.

Eigenschaften und Investment Case

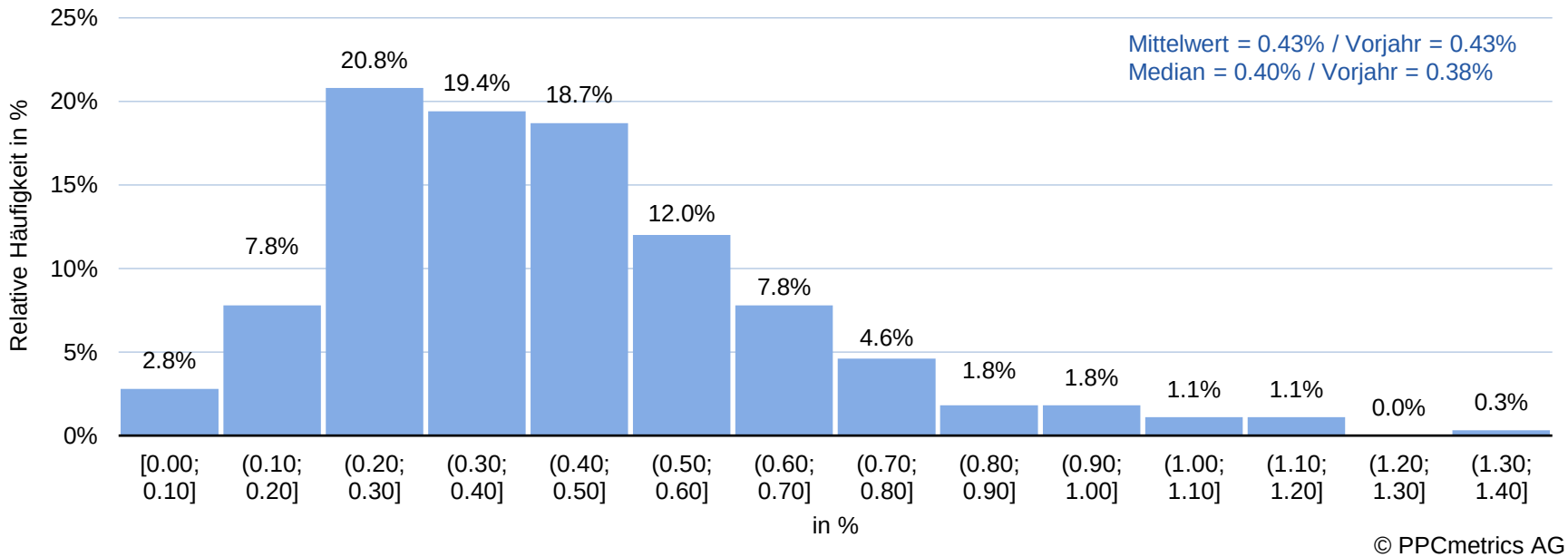
Beurteilung des Investment Case (12)

- **Kostengünstiger** als traditionelle Hedge Funds
  - ☑ Studien zeigen, dass UCITS regulierte Fonds tiefere Managementgebühren aufweisen als traditionelle Hedge Funds.
  - ☒ Im Vergleich zu traditionellen Fonds sind die Gebühren jedoch immer noch sehr hoch.

Eigenschaften und Investment Case

Beurteilung des Investment Case (13)

Total der Vermögensverwaltungskosten per 31.12.2015
Alle Vorsorgeeinrichtungen (283 VE, VV CHF 572 Mrd. nach Art. 44 BVV 2)



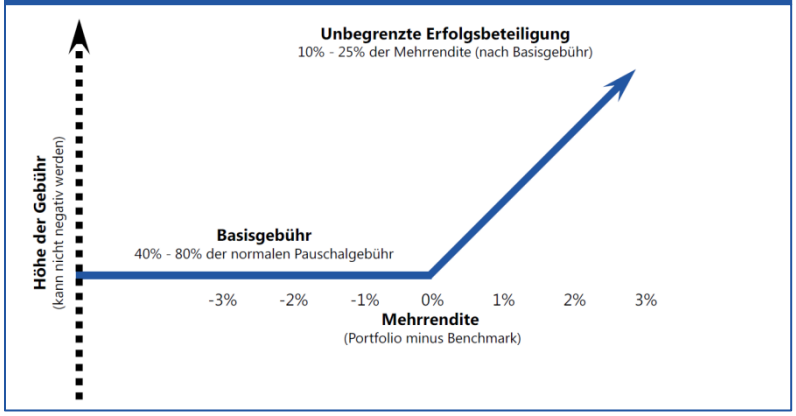
☒ Im Vergleich zu Pensionskassen sind die Gebühren viel höher.

Quelle: PPCmetrics (2016)

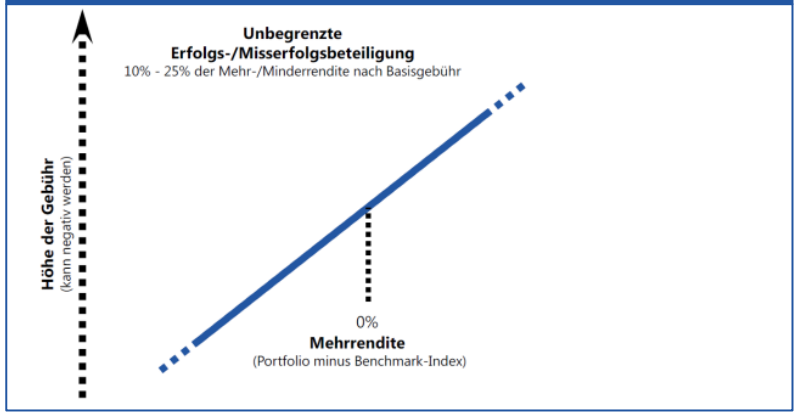
Eigenschaften und Investment Case
Beurteilung des Investment Case (14)

- **Kostengünstiger** als traditionelle Hedge Funds
  - ☑ Liquid Alternatives weisen keine performanceabhängige Gebühr auf, welche nicht nur die Kosten reduziert, sondern auch Anreizprobleme.

Asymmetrische performanceabhängige Gebühr mit unbegrenzter Erfolgsbeteiligung



Lineare unbegrenzte Erfolgs-/Misserfolgsbeteiligung



Quelle: Fusetti und Liechti (2015)

Eigenschaften und Investment Case

Beurteilung des Investment Case (15)

- **Tiefere operationelle Risiken** als traditionelle Hedge Funds aufgrund Regulierung
  - ☑ Operationelle Risiken (inadäquate oder fehlgeleitete interne Prozesse, Mitarbeiter, Systeme oder externe Ereignisse) werden durch die Regulierung verringert und die Transparenz wird erhöht.
  - ☒ Höhere Kosten durch Compliance
- Fehlende Investmentopportunitäten aufgrund der **tiefen Zinsen**
  - ☒ Tiefe Zinsen haben auf alle Anlagekategorien ihre Auswirklungen. Es ist fraglich, ob Liquid Alternatives davon ausgeschlossen sind.

© PPCmetrics AG

Weitere Aspekte
Gesetzliche Einordung und Einsatzquote

- **Gesetzliche Einordung:**
  - Aufgrund der **Flexibilität**, des **Einsatzes von Leverage und Shortpositionen** und der **Möglichkeit**, **spezielle Anlage-kategorien** einzusetzen, ist eine Einordung als **alternative Anlage** gemäss BVV 2 unumgänglich.
  - Bei der Umsetzung ist sowohl auf eine **ausreichende Diversifizierung** zu achten und dass **keine Nachschusspflicht besteht**.
- **Einsatzquote:**
  - BVV 2 schreibt ohne Erweiterungsbegründung eine Maximalquote für Alternative Anlagen von gesamthaft 15% vor.
  - Die Einsatzquote ist stark von der **spezifischen Anlagestrategie der Pensionskasse** und der **Ausgestaltung von «Liquid Alternatives» abhängig**. Falls die Anlagekategorie zum Einsatz käme, ist eine Quote von 5% üblich.

Fazit
Take Aways

- Bei einer Investition in liquide Alternative Anlagen bestehen **Opportunitätskosten** im Umfang der **Rendite bei einer Investition ohne Alternative Anlagen**.
  - Aus strategischer Sicht stellt somit die Rendite der Anlagestrategie (resp. eines gemischten Portfolios) die Benchmark für Alternative Anlagen dar.
  - Historisch gesehen gelingt es liquiden Alternativen Anlagen (Hedge Funds) oftmals nicht, dieses strategische Ziel zu erreichen.
- Liquide Alternative Anlagen bieten möglicherweise ein **Diversifikationspotenzial**, der **Nutzen** wird allerdings **gerne überschätzt**.

Kontakt

Investment & Actuarial Consulting,
Controlling and Research

PPCmetrics AG
Badenerstrasse 6
Postfach
CH-8021 Zürich

Telefon +41 44 204 31 11
Telefax +41 44 204 31 10
E-Mail ppcmetrics@ppcmetrics.ch

PPCmetrics SA
23, route de St-Cergue
CH-1260 Nyon

Téléphone +41 22 704 03 11
Fax +41 22 704 03 10
E-Mail nyon@ppcmetrics.ch

Website www.ppcmetrics.ch
Social Media

PPCmetrics (www.ppcmetrics.ch) ist ein führender Schweizer Investment Consultant, Investment Controller, strategischer Anlageberater und Pensionskassenexperte. Unsere Kunden sind institutionelle Investoren (beispielsweise vom Typ Pensionskasse, Vorsorgeeinrichtung, Personalvorsorgestiftung, Versorgungswerk, Versicherung, Krankenversicherung, Stiftung, NPO und Treasury-Abteilung) und Privatkunden (beispielsweise Privatanleger, Family Office, Familienstiftung oder UHNWI - Ultra High Net Worth Individuals). Unsere Dienstleistungen umfassen das Investment Consulting und die Anlageberatung sowie die Definition einer Anlagestrategie (Asset Liability Management - ALM), die Portfolioanalyse, die Asset Allocation, die Entwicklung eines Anlagereglements, die juristische Beratung (Legal Consulting), die Auswahl von Vermögensverwaltern (Asset Manager Selection), die Durchführung öffentlicher Ausschreibungen, das Investment Controlling, die aktuarielle und versicherungstechnische Beratung und die Tätigkeit als Pensionskassenexperte.

Videos

Publika-tionen

Website

Tagungen

Jährlich publizieren wir mehr als 40 Fachartikel zu unterschiedlichen Fragestellungen.

Unsere Fachleute teilen ihr Wissen und ihre Meinungen mit der Öffentlichkeit.

Erleben Sie uns live an den diversen Tagungen, die wir mehrmals jährlich organisieren.

PPCmetrics AG Investment & Actuarial Consulting, Controlling and Research. **Mehr**