



Managed Futures Funds im Lichte von Solvency II

FTC Capital GmbH / 13.9.2011, Dr. Rolf Majcen

FTC Capital GmbH

Praterstrasse 31/11

1020 Vienna | Austria

www.ftc.at | office@ftc.at

+43-1-585 61 69-0

Nicht zur Weitergabe – not for distribution



Managed Futures

markt & strategie | alternative investments

Meistunterschätzte Fondsklasse

Managed Futures zählen im Langzeitvergleich zu den mit Abstand erfolgreichsten Fondskategorien. Gemessen daran ist ihr Volumen sehr winzig.



Trotz spektakulärer Langzeiterfolge spielen Trendfolgesysteme, die mit Managed Futures arbeiten, eine vergleichsweise geringe Rolle. Woran das liegt, darüber kann nur spekuliert werden.

Gerd Gwiss, der seit mehr als 15 Jahren als Gründungspartner für den Vertrieb der FTC-Fondspalette verantwortlich ist, kann eine gewisse Frustration kaum verbergen: „Wir können potenziellen Anlegern eine Sharpe Ratio vorweisen, die sie bei

plizit so viel Diversifikation und Risikomanagement wie Managed Futures – und trotzdem gestaltet sich der Absatz dieser Fondskategorie heute nicht einfacher als vor zehn Jahren.“ Nun kann sich Gwiss noch zu jenen Anbietern dieser Produktart rechnen, die

ge erst, wenn man sich die Volumina ansieht, die derzeit etwa gemischte Fonds einsammeln können, die unter dem Label „vermögensverwaltend“ verkauft werden (siehe Berichte ab Seite 44 und Seite 140) beziehungsweise wenn man den Gesamtanteil der Managed-Futures-Handelssysteme am globalen Asset-Management-Kuchen betrachtet. Insgesamt verwalten die Fondsanbieter dieser Sparte derzeit gerade einmal 230 Milliarden US-Dollar, rund zehn Prozent davon liegen dabei in diversen Tranchen des AHL Diversified des britischen Marktführers Man Investments. Glaubt man der US-Datenbank www.managedfutures.com, schafft etwa ein Dutzend Anbieter den Sprung über die Eine-Milliarde-US-Dollar-Hürde (siehe Kasten), und nur drei die Zehn-Milliarden-Grenze. Dabei ist Winton Capital derzeit die Nummer zwei hinter Man Investments, was insofern erstaunlich ist, als Harding zusammen mit Michael Adam und Martin Lueck im Jahr 1987 den AHL Fonds selbst gegründet und 1989 an Man verkauft hat. 1997 startete Harding zum zweiten Mal einen Trendfolgefonds, und heute ist Winton Capital Management wieder unter den Topfonds der Klasse.



Managed Futures – Anlagestil der Alternative Investments

- Systematische Ausnutzung von Trends an den Finanzmärkten
- Äußerst liquides Anlageuniversum, nur börsengehandelte Kontrakte
- Gewinne in steigenden und fallenden Märkten möglich
- Mehr als 100 global diversifizierte Märkte
- Managed Futures unterscheiden sich von (anderen) Hedgefonds!
- Kaum eine andere Fondsgattung liefert implizit so viel Diversifikation und Risikomanagement wie Managed Futures



Managed Futures operieren in **reguliertem** Marktumfeld

- Futures-Handel an anerkannten, regulierten Terminbörsen, keine OTC-Derivate
- Offizielle Börsenkurse, daher kein Bewertungsproblem
- Garantierte Erfüllung durch Clearinghaussystem
- Kein Kontrahentenrisiko
- Manager und Fonds sind reguliert
- Regulierung bei öffentlichen Vertrieb nach dem jeweiligen Fondsgesetz
- AIFM-RL (RL über die Verwalter alternativer Investmentfonds, RL 2011/61/EU)
- Managed Futures Strategien im UCITS-Mantel (RL 2009/65/EU)



FTC Capital GmbH – das Unternehmen



Gegründet 1995

Sitz:

FTC Capital GmbH

Galaxy Tower, Praterstraße 31
1020Wien



Mitarbeiter:

27

Unternehmensgegenstand:

Institutionelles Asset Management



Hohe Transparenz & Liquidität von Managed Futures

- Detailliertes Reporting möglich!
- Keine Black-Box!
- Transparente Preisbildung der Futures-Kontrakte
- Liquidität im Fonds (börsengehandelte Kontrakte mit enormer Liquidität)
- Liquidität für den Investor
(FTC Futures Fund Classic mit täglichem NAV)



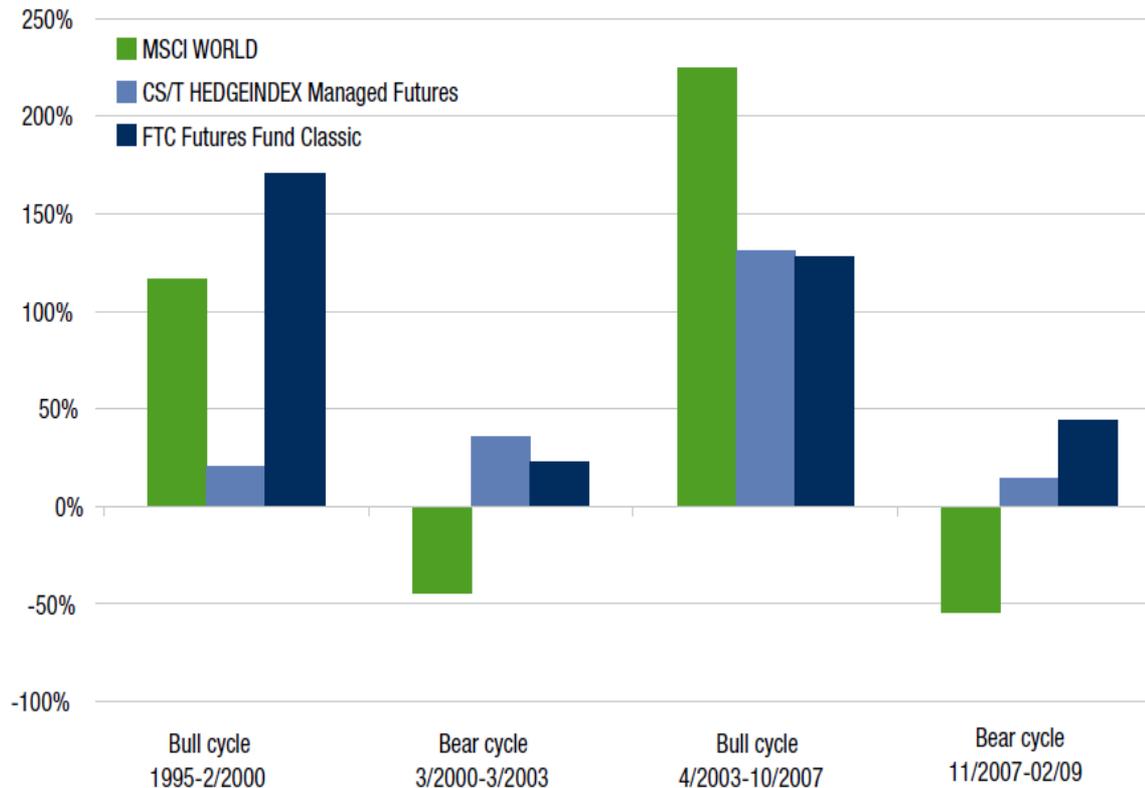
Korrelation und Diversifikation von Managed Futures

- Niedrige Korrelation zu traditionellen Anlageformen
- Managed Futures können von Auf – und Abwärtstrends profitieren
- Wertvoller Baustein insbesondere in Krisenzeiten, um „Krisen-Alpha“ zu generieren!
- „Airbag-Funktion“, „Versicherungs-Funktion“

*„Managed Futures-Fonds eignen sich vor allem zur Beimischung, denn in einem klassischen Portfolio aus Renten- und Aktienfonds **erhöhen sie nicht nur den Ertrag, sondern reduzieren zusätzlich das Risiko.**“*



Managed Futures vs. Aktien



Diesen Effekt bietet keine andere Investmentstrategie:

Positive Korrelation in Bullenzyklen

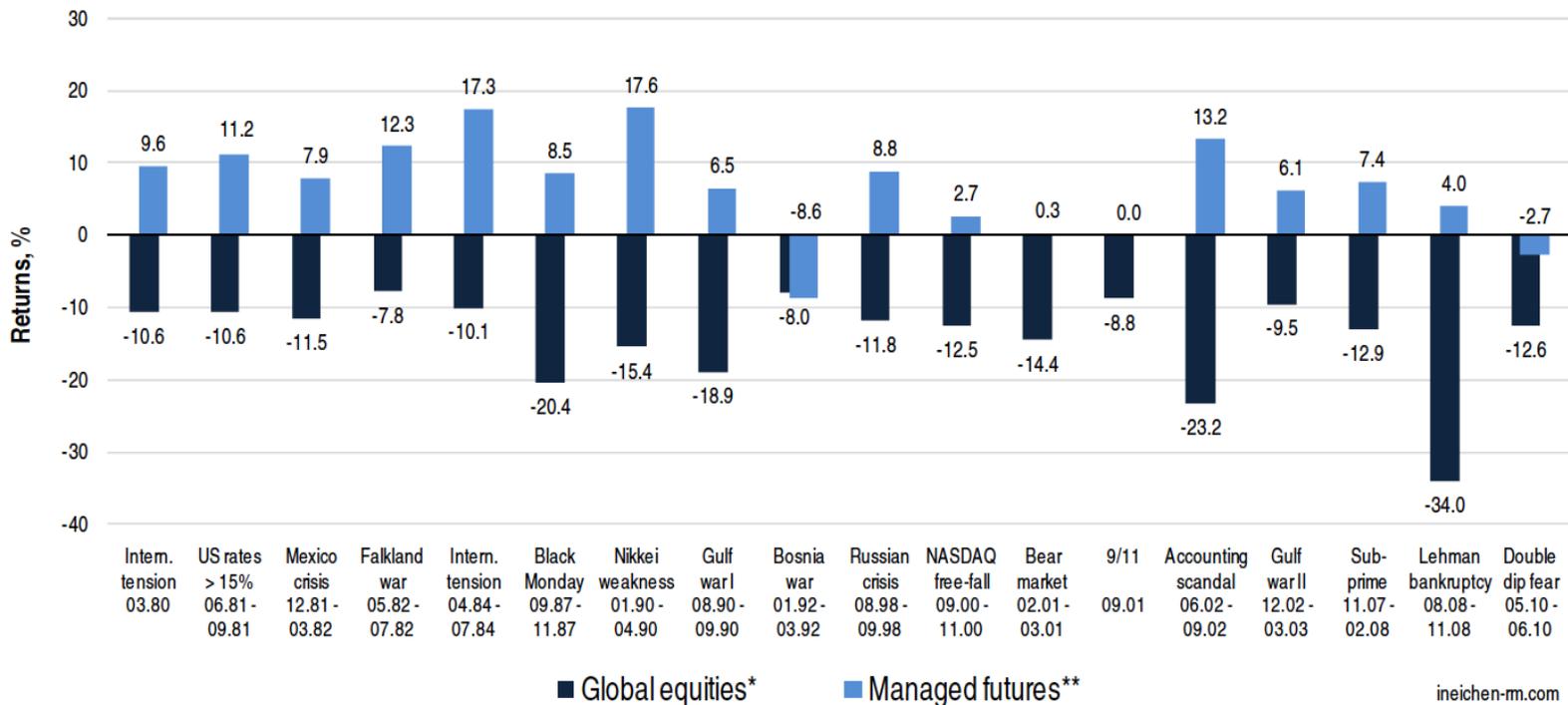
Negative Korrelation in Bärenzyklen

Quelle: FTC Datenbank

Hinweis: Fondsstart des FTC Futures Fund Classic war der 1. Mai 1998. Die Performance vor Fondsstart wurde zwischen Dezember 1994 und April 1998 auf Basis eines Managed Accounts bzw. Vorläuferfonds erstellt. Alle Angaben erfolgen ohne Gewähr für Richtigkeit und Vollständigkeit. Die Angaben zur Wertentwicklung beziehen sich auf die Vergangenheit. Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse.

Managed Futures: Versicherung gegen Abwärtsmärkte!

Managed Futures im schwierigen Marktumfeld (1980 – 2010) – Quelle: Ineichen Research & Management AG



Source: IR&M, Bloomberg, updated from Ineichen (2010)

* MSCI Daily TR Gross World USD Index;

** CISDM CTA Asset Weighted Index formerly known as CISDM Trading Advisor Qualified Universe Index



Managed Futures — das Volumen

- FMA (2005): 40 % der Hedgefonds-Investments von österreichischen Versicherungsunternehmen entfallen auf Multi-Strategy und Dach-Hedgefonds

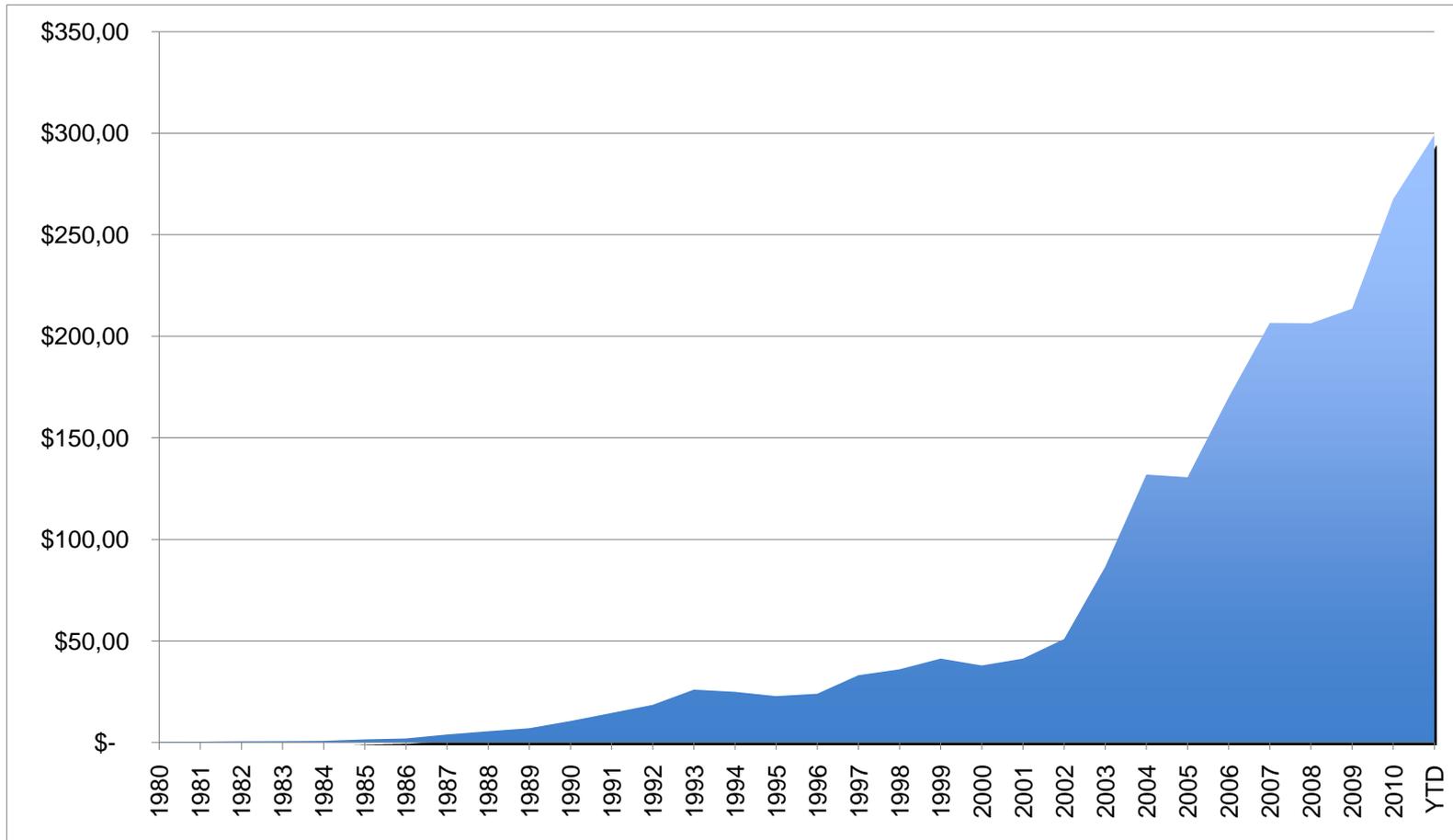
Managed Futures sind wesentliche Einzelstrategie mit Anteil von knapp 16 % innerhalb der Hedgefonds-Strategien

Innerhalb der Öffnungsklausel spielen Hedgefonds mit rund 55 % (582 Mio. Euro zum 31.12.2004) die bedeutendste Rolle

- AIMA, April 2010: Versicherer investieren durchschnittlich 5,4 % der Gesamt-Assets in Hedgefonds
- Barclay Hedge: Handelsvolumen in **Managed Futures** per Juni 2011: 300 Mrd. US-Dollar



Managed Futures — Volumen weltweit





Solvency II - Pflicht zur Diversifikation

- **GEWÄHRLEISTUNGSPFLICHT** (Art. 132 Solvency II RL): **Alle** Vermögenswerte sind so anzulegen, dass **Sicherheit, Qualität, Liquidität** und **Rentabilität** des **gesamten** Portfolios **gewährleistet** ist
- Anforderung impliziert die **Pflicht zur Portfolio-Diversifikation**
- Ohne Diversifikation kann Gewährleistungspflicht **nicht erfüllt werden**
- **Aktive Auseinandersetzung** mit Möglichkeiten zur Diversifizierung
- Durch **mangelnde** Diversifikation des Assetportfolios sind zusätzliche Risiken bedingt (Art 105 (5) lit f Solvency II RL)
- **Managed Futures** verbessern die Diversifikation. Sie können wesentlich zur Erfüllung der Gewährleistungspflicht beitragen!



„Managed Futures **Made in Austria**“

FTC kann den Versicherer dabei unterstützen, dass er die Risiken von Investitionen in Managed Futures

- **erkennen**
- **messen**
- **überwachen**
- **managen**
- **steuern**
- **berichten** kann!





Look-through-Prinzip nach QIS 5 (14.3.2011):

3 Stufen Modell:

- Durchschau auf die dem Fonds zugrundeliegenden Vermögensgegenstände
- Orientierung an Hand der Fondsbestimmungen
- Pauschale Behandlung des Fonds als Aktie (global equity/other equity)

Transparenz soll durch niedrigere Eigenmittelquote belohnt werden

Nur wenn man nicht durchschauen kann, soll man zur Kassa gebeten werden



Aktienindexterminkontrakte

- Art 105 (5) der RL sieht vor, dass das **Aktienrisiko** neben Vermögenswerten und Verbindlichkeiten auch **Finanzinstrumente** mit Sensitivität auf Veränderungen der Aktienkurse umfasst
- QIS 5: Global Equity Schock 39 %, Other Equity Schock 49 %
- QIS 5: symmetrische Anpassung von +/- 10 %



Zinsterminkontrakte

- Zinsrisiko

*QIS 5, SCR.5.16.: “Assets sensitive to interest rate movements will include ... **interest rate derivatives**”*

- Währungsrisiko



Anleihen-Futures

- Zinsrisiko
- Spread-Risiko
- Währungsrisiko



Währungsterminkontrakte

Währungsrisiko

QIS 5, SCR.5.54.: „...*currency risk for an undertaking arising from all possible sources*“.



Rohstofffutures

Generalklauseln:

- Zuordnung zu Alternative Investments, Other Equity, Aktienrisiko

QIS 5, SCR.5.37.: *“Alternative investments should cover all types of equity type risk like ..., **derivatives**, ...which **can not be allocated to spread risk or classical equity type risk, either directly, or through a look through test.**“*

- Zuordnung zu Other Equity und damit zum Aktienrisiko

QIS 5, SCR.5.31.: *“**Other equity** comprises ...and **any other investment not included elsewhere in the market risk module**“.*

- Rohstofffutures sind beim Aktienrisiko unter den Other Equities zu erfassen.



Cash Veranlagung / Money Management

- Festgelder:
 - Spread-Risiko
 - Zinsrisiko
 - Konzentrationsrisiko
 - Währungsrisiko
- Sichteinlagen:
 - Gegenparteirisiko
 - Währungsrisiko



Die Problematik: Futures-Kontraktwerte als Basis?

- Müsste Underlying gestresst werden, würde daraus sehr hohe Eigenmittelunterlegung resultieren, da Underlying durch Kontraktgröße widergespiegelt wird
- Eigenmittelanforderung bald über 100 % des Fondsinvestments
- ABER: Keine Nachschussleistungspflicht!
- Bei Futures Fonds entspricht Risikobewertungsansatz im look-through-Verfahren **auf Basis der Kontraktgegenwerte** nicht der Realität und ist absurd



Derivate zur effizienten Portfolioverwaltung

- Art 132 RL: „*Verwendung derivativer Finanzinstrumente ist zulässig, sofern sie zur **Verringerung von Risiken** oder zur **Erleichterung einer effizienten Portfolioverwaltung** beitragen.*“
- Futures Fonds sind keine Derivate!
- Keine Gedanken, um Begründung zu finden, warum Futures Fonds Risiken verringern oder die effiziente Portfolioverwaltung erleichtern



CEIOPS Calibration Paper SEC-40-10, 15.4.2010

- *„Große Herausforderung, Eigenmittelanforderung für other equity in weitere Sub-Klassen zu splitten ... deswegen solle Einheitssatz verwendet werden.“*
- Mit 49 % liegt Einheitssatz mehr als doppelt so hoch, wie 23,11 %, die von CEIOPS für Hedgefonds ermittelt wurden!
- „Airbag-Funktion“ der Futures Fonds völlig unberücksichtigt



Interne Modelle

Es wird es **keine partiellen Modelle** für einzelne Assetklassen geben,
sondern nur für die einzelnen Module im Marktrisiko



Blick in die Schweiz – Swiss Solvency Test (SST)

Bundesamt für Privatversicherungen, technical document vom 2.10.2006:

*„Different hedge funds ... **behave very differently**, which is why it is **inappropriate** to set fixed values for these risk factors“.*

Hedgefonds in 11 Stile unterteilt!

- **HF CTA Global/Managed Funds**
- HF Distressed Securities
- HF Emerging Markets
- HF Event Driven
- HF Fixed Income Arbitrage
- HF Global macro
- HF Long Short Equity
- HF Equity Market Neutral
- HF Merger Arbitrage
- HF Relative Value
- HF Short Selling



Adäquatere Behandlung von Futures Fonds

- VaR des Futures Fonds als Lösungsversuch!
- Innerhalb der Kategorie der Other Equity sollten Futures Fonds bis zu einem VaR von 15 % einen Stressfaktor bekommen der **deutlich unter dem für Global Equity** liegt
- Mit ansteigendem VaR sollte der Stressfaktor so angehoben werden, dass ab einem VaR von 25 % der für Other Equity geltende Höchstsatz von 49 % greift



Vorstoß auf EU-Ebene!

- Wir haben die zu **strenge Behandlung von Futures Fonds** den Versicherungsverbänden in Ö und D geschildert
- Wir hoffen, dass unsere Botschaft den **Europäischen Versicherungsverband** erreicht, der auf EU-Ebene vorstoßen sollte
- Parallel dazu haben wir die Problematik dem **deutschen Bundesverband für Alternative Investments (BAI)** und der **Vereinigung ausländischer Investmentgesellschaften in Österreich (VAIÖ)** geschildert
- Es gibt bereits positives feed back!



Alternativen zu einem Futures Fonds?

- Managed Futures Strategien im managed account?
 - teilweise funded managed account (in Höhe der margin)
 - unfunded managed account (Swap)
- (Kapitalgarantierte) Anleihen auf managed futures Strategien?
- UCITS-Fonds, die managed futures Strategien abbilden?



Managed account

- **Teilweise funded managed account:** Durchschau auf die Terminkontrakte, keine Haftungsbegrenzung, wirtschaftlicher Erfolg/Misserfolg trägt der Investor
- **Unfunded managed account** (Swap-Konstruktion): Gegenparteirisiko

Erfüllt das Einhüllen einer Derivat-Strategie (managed account) in ein weiteres Derivat (Swap) noch das Erfordernis der einfachen Verwaltung?



Strukturierte (kapitalgarantierte) Anleihe

- Look-through-Prinzip, Level II, Artikel 144:

Anwendung auch auf andere indirekte Exposure als Fonds!

- Missbrauch der Gestaltungsfreiheit zur Umgehung der Risikoberechnung?



Managed Futures im UCITS-Mantel?

Es macht für Einordnung beim Marktrisiko keinen Unterschied, in welcher **Fondshülle** Managed Futures angeboten werden!



Fazit:

- *„Gesetzgebung ist wie das Hinhalten einer Angel. Das Problem ist, dass man an ihrem Ende immer ein Häkchen findet.“*
- Wir sind vorsichtig optimistisch, dass wir eine adäquatere Behandlung von Futures Fonds erreichen können!





Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

