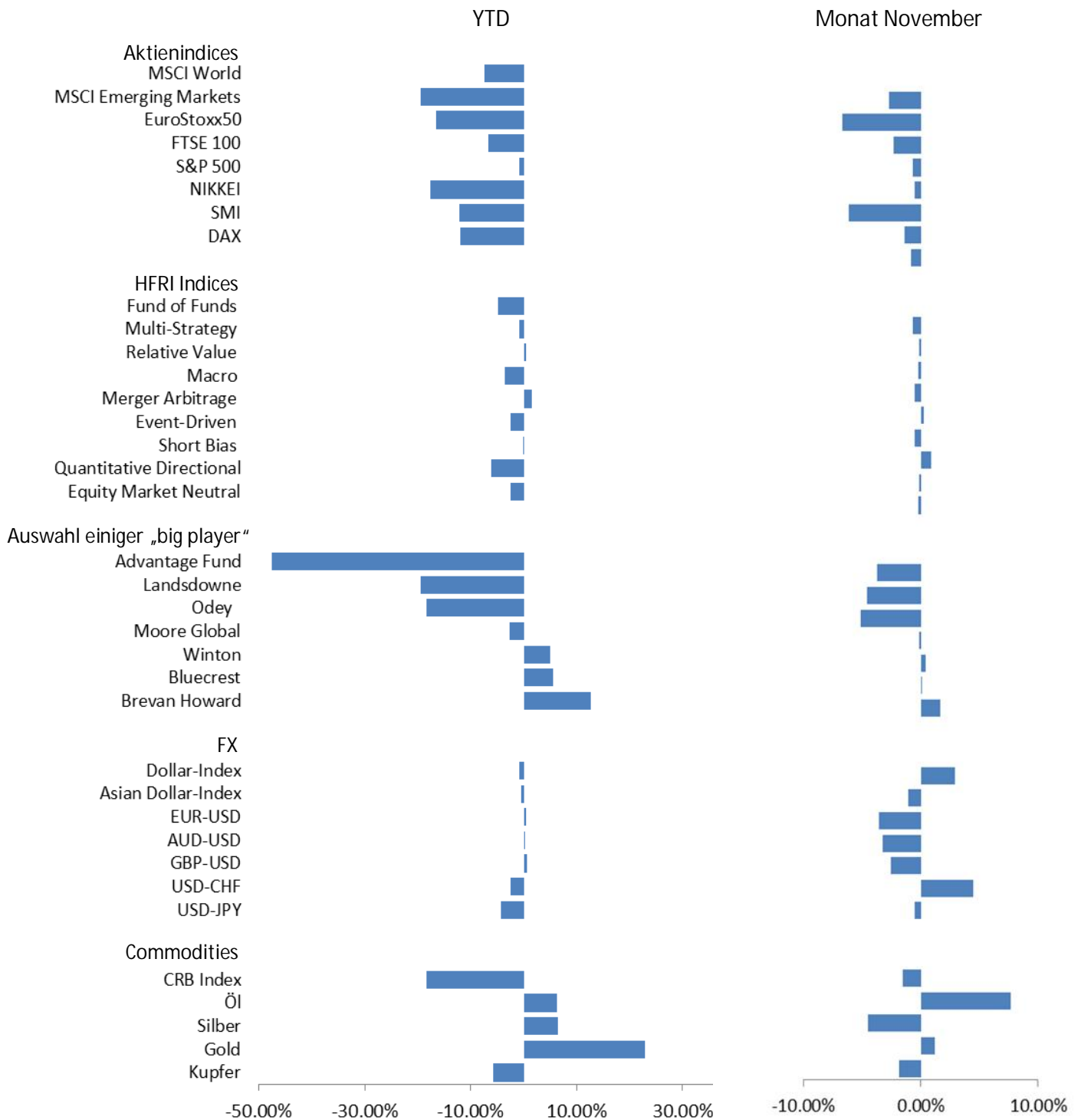
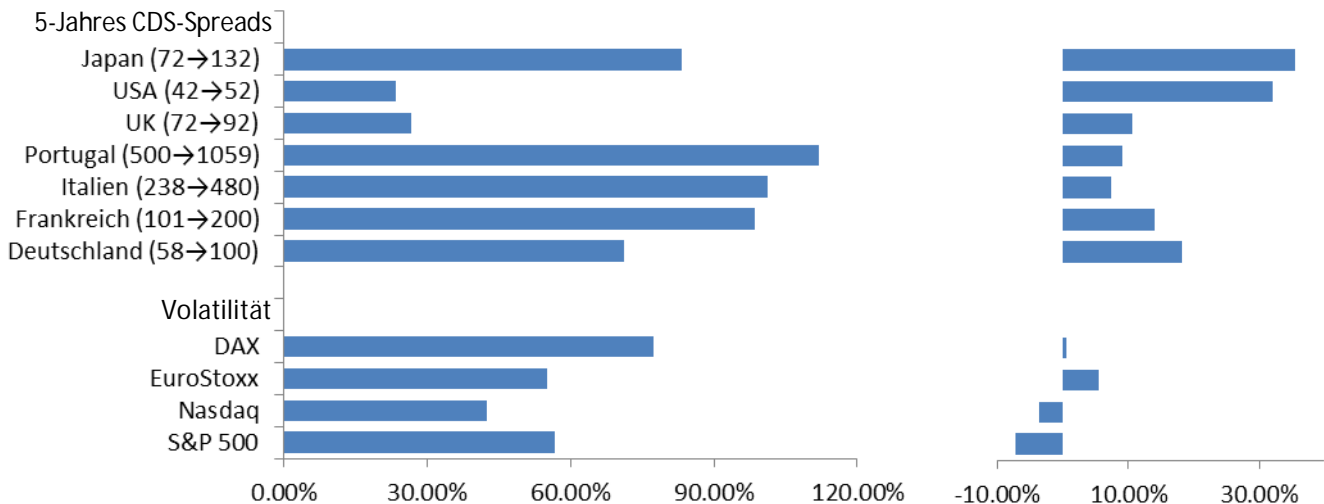




- Market Snapshot per Ende November: Märkte beruhigen sich
- Analytics: Attribute Based Fund Allocation am Beispiel Korrelation

Market Snapshot per Ende November





Analytics: Attribute Based Fund Allocation Beispiel Korrelationsverhalten

Executive Summary und Conclusio

- Ø Attribute Based Fund Allocation ist die Selektion von Fonds gemäß Ausprägungsgrad gewünschter Eigenschaften.
- Ø In dem Report wird ein Fragment der Attribute Based Allocation am Beispiel einer ausgewählten Gruppe von Absolute Return Fonds erläutert: Das erwünschte Korrelationsverhalten von Fonds zu Risikofaktoren wird als ein Attribut definiert, hinsichtlich welchem eine Gruppe von Fonds bewertet werden. Auf weitere Attribute, welche einer letztendlichen Selektion zugrundeliegen, wird hier nicht weiter eingegangen.
- Ø Das von uns präferierte Korrelationsverhalten weicht erheblich von der üblichen Forderung nach möglichst geringer absoluter Korrelation zu Risiko Faktoren ab: Wir betrachten regimeabhängiges Korrelationsverhalten, wobei fallende bzw. negative Korrelationen in Markt-Abschwung-Phasen sowie steigende bzw. positive Korrelationen in steigenden Märkten präferiert werden.
- Ø Daraus resultiert ein Ertragsverhalten, welches den Erwartungen an Absolute Return Strategien entspricht.
- Ø Die Resultate: Fonds mit Asset Allokations-Charakter rangieren auf den vorderen Plätzen, Fund of Funds landen im Mittelfeld und Fonds mit wesentlicher Optionsschreibkomponente bilden das Schlusslicht (s. Rangliste auf S.10). Die Resultate spiegeln lediglich die Ausprägung des von uns geforderten Korrelationsverhaltens wider, sie sind nicht das Ergebnis einer letztendlichen Selektion – dazu würden weitere Attribute hinzugezogen werden.
- Ø Des Weiteren kann die zukünftige Markteinschätzung in die Gewichtung der Attribut Präferenzen einbezogen werden. Das Einbeziehen einer negativen Marktmeinung würde so z.B. eine höhere Bewertung von Fonds wie Lyxor und C-Quadrat bewirken. Zukünftige Markteinschätzungen wurden in diesem Report nicht berücksichtigt.

Die Selektion Benchmark-freier Absolute Return Strategien war schon jeher eine Herausforderung, gerade weil ein offensichtlicher Vergleichsfaktor fehlt. Die jenseits einer Benchmark gängigen Auswahlkriterien wie risikoadjustierter Ertrag, Volatilität, Korrelationen und Drawdowns sind alles andere als robust und wenig hilfreich wenn es um die Einschätzung des zukünftigen Ertragsverhaltens geht. Dennoch bedient man sich zur Selektion eifrig Optimierungsverfahren welche gerade diese einfachen Kriterien „optimieren“. Die daraus resultierende Auswahl produziert allerdings sehr häufig lediglich den/die zuletzt ertragsreichsten Fond/s.

Mittlerweile schwappen zwar auch Ansätze aus der Asset Allokation in die Fonds Selektion über, wie die derzeit populären Risiko basierten Ansätze. Diese bleiben allerdings nach wie vor den Nachweis schuldig, warum ein solcher Ansatz dominantes Ertragsverhalten erzeugen soll – siehe dazu auch: Wai Lee – *Risk-Based Asset Allocation: A New Answer to an Old Question?*, Journal of Portfolio Management, Summer 2011, Vol 37, No 4.



Attribute Based Allocation

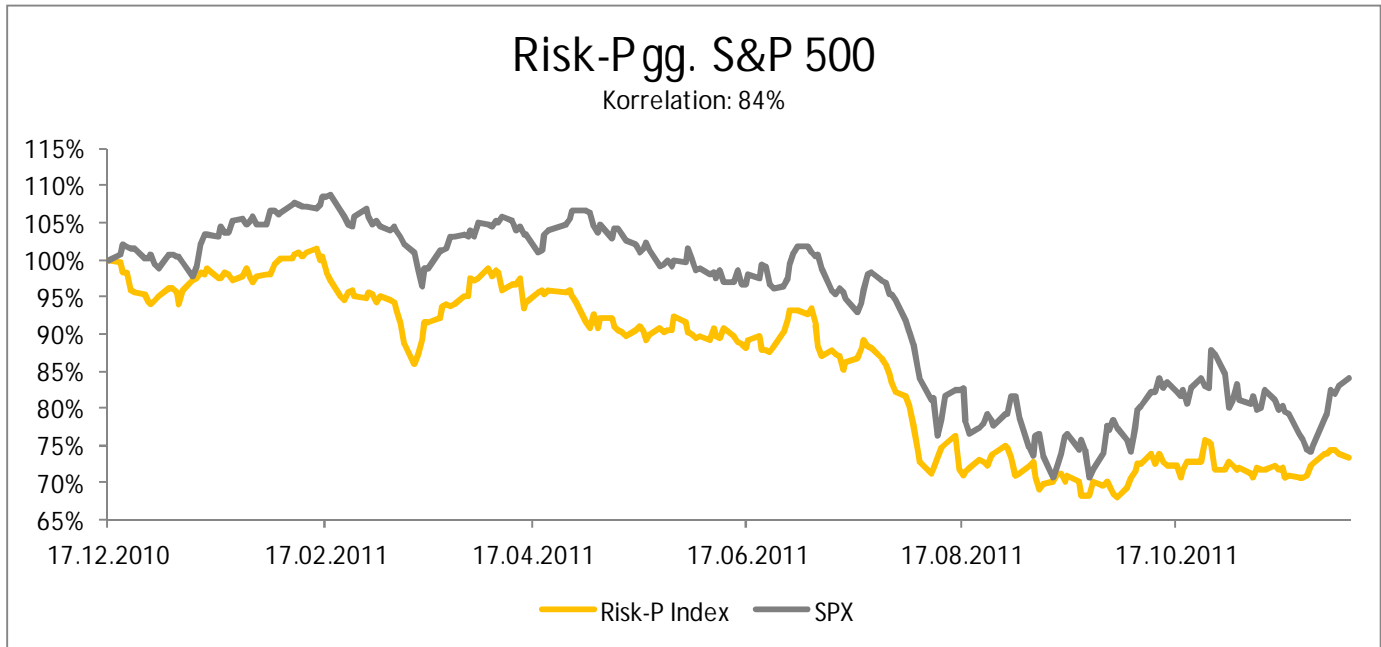
Unser Ansatz der Selektion, den wir mit Attribute Based Allocation betiteln, unterscheidet sich bereits im Kriterienkatalog deutlich von den gängigen Ansätzen: Es werden gewünschte Attribute, welche ausgewählte Charakteristika des Fonds beschreiben, definiert und deren Ausprägung für einzelne Strategien durch einen Bewertungsscore quantifiziert. Eine präferenzgewichtete Gesamtausprägung aller definierten Attribute erzeugt eine Rangliste der betrachteten Strategien. Jedes Attribut wird über mehrere Merkmale/Quantifizierungen beschrieben.

Wir wollen in diesem Report den Ansatz der Attribute Based Allocation dadurch illustrieren, dass wir ein Fragment daraus erläutern: Wir wählen ein von uns präferiertes Attribut aus und ordnen eine vorgegebene Gruppe von Fonds gemäß der Ausprägung der erwünschten Eigenschaften. Die Selektion würde sich dann aus einer Kollektion von verschiedenen Attributen ergeben. Das Attribut, welches wir in diesem Report detaillierter betrachten ist das Korrelationsverhalten gegenüber dem Aktienmarkt.

Korrelationen

Die Korrelation zu verschiedenen Asset Klassen und Risiko Faktoren war schon immer ein Hauptaugenmerk in der Beurteilung von Absolute Return Strategien. Dabei wird stets eine niedrige absolute Korrelation zu Vergleichsindizes hervorgehoben. Allerdings ist gerade Korrelation alles andere als robust und die Aussagekraft und Qualität um Ertragsverhalten zu beurteilen, häufig zweifelhaft. Die derzeit gängige Forderung an das Korrelationsverhalten ist häufig nicht stimmig mit der Erwartung positiver Erträge in möglichst allen Marktphasen. Nehmen wir z.B. an, dass ein Aktienindex in einer Marktphase vornehmlich negativ performt und in der Phase danach vornehmlich positiv. Eine Strategie, welche in der ersten Phase positiv-, in der zweiten Phase negativ korreliert, wird typischerweise eine geringe absolute Korrelation über beide Phasen aufweisen – wünschenswert nach der gängigen Philosophie. Die Performance aber, wird mit der angenommenen Korrelation in beiden Phasen negativ sein – das ist sicherlich nicht wünschenswert.

Eine weitaus effizientere Nutzung von Korrelationsdaten kann durch differenziertes und regimeabhängiges Betrachten erreicht werden. Wir wollen dies im Nachfolgenden kurz illustrieren. Dabei wollen wir die Korrelation verschiedener Fonds zu lediglich einem Risikofaktor, dem Aktienmarkt betrachten. Die Wahl des Aktienmarktes als den Risikofaktor gegen den wir die Fonds korrelieren rechtfertigt sich durch die dominante Rolle in der Betrachtung von allgemeiner Risiko-Neigung im Markt. Graphik 1 stellt mit dem Risk-P-Index einen impliziten Risiko-Präferenz-Index dar, welcher die im Marktverhalten zum Ausdruck kommende Risikoneigung widerspiegelt. Dieser wird unter Betrachtung aller Marktsegmente berechnet. Deutlich ist die hohe Korrelation zum S&P 500 zu erkennen. Dies unterstreicht die Bedeutung der Betrachtung der Korrelation zum Aktienmarkt vor allen anderen Risikofaktoren. Risiken in Portfolien zu minimieren hieß insbesondere die Aktienkorrelation zu limitieren. Etliche der gängigen Assetklassen wie Rohstoffe, Kredit und auch Währungen weisen z.T. recht hohe Korrelationen zum Aktienmarkt auf.



Graphik 1

Erwünschtes Korrelationsverhalten

Im Gegensatz zum Erwartungsdogma der Anleger definieren wir hier nicht eine möglichst niedrige absolute Korrelation zur Risikoneigung bzw. dem Aktienmarkt als das Maß aller Dinge und als das Attribut, welchem wir besonderen Wert zusprechen würden. Wir präferieren eine differenziertere Betrachtung, in welcher ein Fonds zumindest abnehmende Korrelation für geringere Erträge am Aktienmarkt aufweist und positive, wenn nicht gar zunehmende Korrelation für positive, respektive steigende Erträge am Aktienmarkt. Eine weitere, von uns goutierte Eigenschaft, wäre es negative Korrelation in negativen Ertragsphasen mit positiver Korrelation in positiven Marktphasen zu kombinieren. Tatsächlich wird eine Strategie mit letzterer Eigenschaft typischerweise in negativen- wie auch positiven Marktphasen positive Erträge erzielen. Es ist genau diese Eigenschaft und nicht eine möglichst niedrige Korrelation zu Asset Klassen, welche das Wesen von Absolute Return Strategien ausmacht.

Um zu einer letztendlichen Bewertung zu kommen, inwieweit das von uns gerade beschriebene Attribut für den jeweiligen Fonds ausgeprägt ist, betrachten wir drei Quantifizierungen. Für diese erstellen wir jeweils Ranglisten, welche die letztendliche Bewertung darstellen: Quartilkorrelation, Index Beta in Abhängigkeit vom Indexertrag und die Koinzidenz zwischen Korrelation und Indexertrag.

Fondsauswahl:

Um die Selektion nach präferiertem Korrelationsverhalten wie oben definiert zu illustrieren, wählen wir eine Gruppe von Absolute Return Fonds und ordnen sie gemäß dem Ausprägungsgrad der erwünschten Eigenschaften. Die Hauptkriterien für die Auswahl der Fonds sind eine Mindestgröße an verwaltetem Vermögen sowie ein Track Record von mindestens drei Jahren. Des Weiteren haben wir versucht, eine möglichst breite Streuung von Absolute Return Strategien zu erzielen und die letztendliche Selektion erfolgte dann willkürlich. Im Einzelnen wurden folgende Fonds betrachtet:

Fonds	Strategie	Gründung	AuM in Mio.€*	Alias
C-Quadrat ARTS Total Return Global	Regelbasierter Fund of Funds	07.12.2001	634.93	C-Quadrat
M& Privat	Global Aktien und Fixed Income	20.12.2006	409.45	M&W
AC Risk Parity 12	Futures auf Aktien, Commodities, Zins und Bonds	05.09.2008	418.44	Aquila
Lyxor Epsilon Managed Futures	CTA mit Optionen, OTC und Futures	04.01.1999	157.66	Lyxor

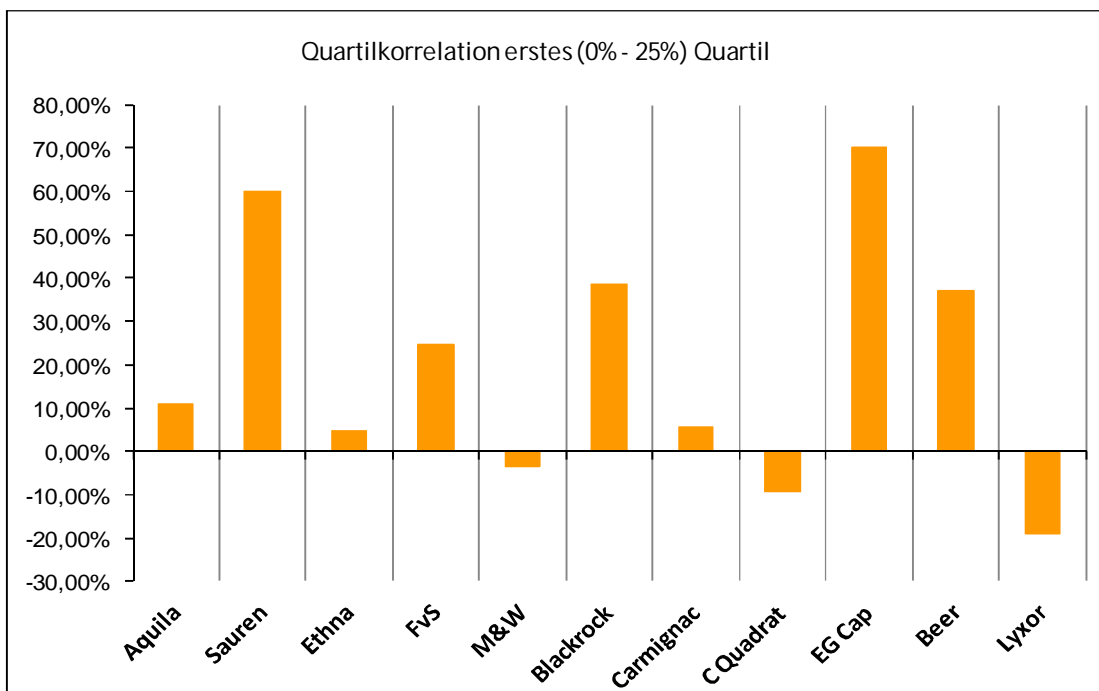


Blackrock Global Allocation Fund	Global Asset Allocation	03.01.1997	13765.17	Blackrock
FvS Multiple Opportunities	Aktien, Fixed Income, Indexzertifikate, ETFs	24.10.2007	646.73	FvS
Ethna Aktiv E	Aktien (max. 49%) und Fixed Income	18.02.2002	2564.05	Ethna
EG Tactical Capital Allocation Plus	Asset Allokation, Optionen und Futures	20.10.2008	138,37	EG Cap
Sauren Global Balanced	FoFs alle Assetklassen, Best-Ideen-Portfolio	31.12.1999	363.98	Sauren
Carmignac Patrimoine	Max. 50% in Aktien, min. 50% Bonds	12.10.1989	24690.7	Carmignac
Beer Absolute Return Plus	Min. 80% Geldmarkt, max. 20%	28.01.2008	385.57	Beer

*per Dezember 2011

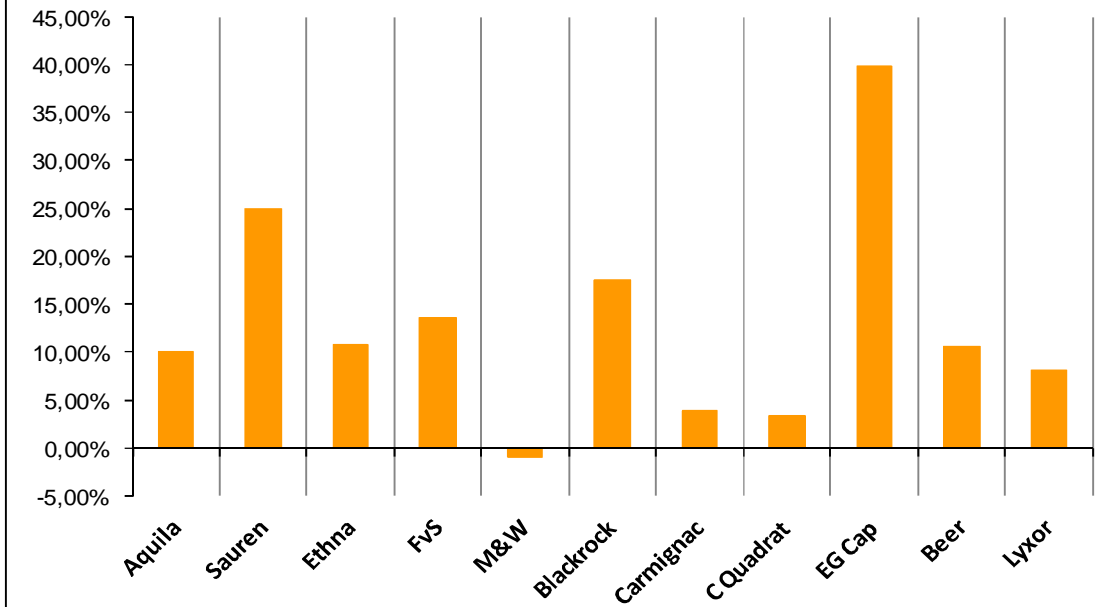
Quartilkorrelation:

Angegeben ist hier die Korrelation des jeweiligen Fonds zum Index, wenn der Index sich im entsprechenden Ertragsquartil befindet. Das 1. Quartil betrachtet die Tage mit den jeweils niedrigsten 25% der Indexerträge, das 2. Quartil die nächsthöheren 25% der Indexerträge usw. Erwünscht ist eine möglichst geringe Korrelation in den unteren- gepaart mit einer möglichst hohen Korrelation in den oberen Quartilen. Für die Erstellung der Ranglisten unterscheiden wir in eine relative Betrachtung, welche das Korrelationsmuster über die Quartile hinweg (abnehmend nach unten, zunehmend nach oben) bewertet, sowie einer absoluten Betrachtung, welche die absoluten Werte (ideal: negativ unten, positiv oben) bewertet. Die Ranglisten werden über Nutzen-gewichtete Korrelationen erstellt.

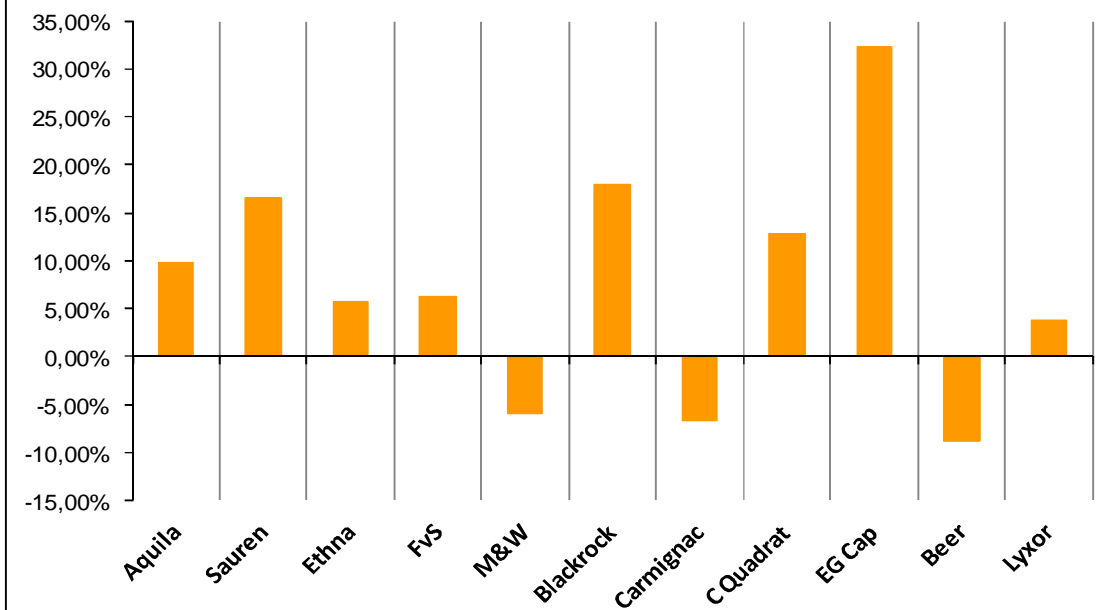


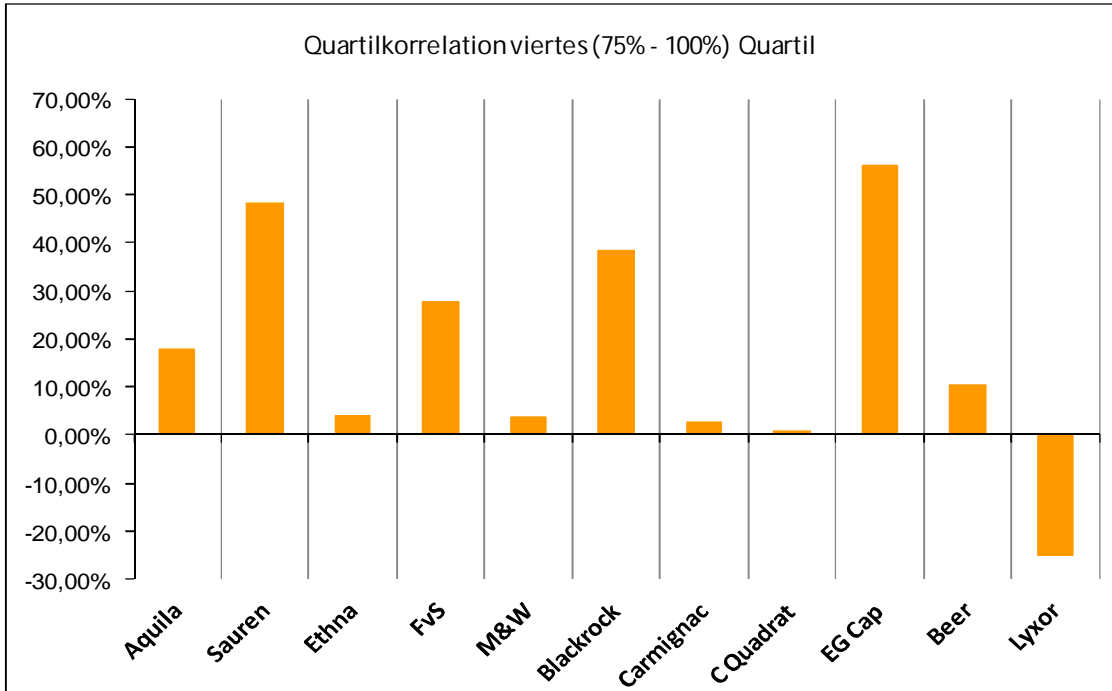


Quartilkorrelation zweites (25% - 50%) Quartil



Quartilkorrelation drittes (50% - 75%) Quartil





QuartKorr relativ	Fonds	Score	QuartKorr absolut	Fonds	Score
1	C Quadrat	220,88%	1	C Quadrat	49,43%
2	M&W	76,41%	2	Aquila	19,83%
3	Lyxor	30,69%	3	M&W	10,72%
4	Aquila	-18,58%	4	Blackrock	0,01%
5	Blackrock	-68,52%	5	FvS	-4,58%
6	FvS	-78,66%	6	Ethna	-12,53%
7	Ethna	-83,99%	7	Lyxor	-26,75%
8	EG Cap	-91,95%	8	Carmignac	-28,80%
9	Sauren	-107,19%	9	Sauren	-52,18%
10	Carmignac	-198,74%	10	EG Cap	-56,13%
11	Beer	-247,52%	11	Beer	-117,81%

Fazit:
Sowohl in relativer als auch in absoluter Betrachtung liegt C-Quadrat auf dem obersten Rang. Er zeigt die wünschenswerte negative Korrelation im Bereich der schlechtesten Indexerträge, sowie zunehmende positive Korrelation bei Übergang zu den höheren Indexerträgen. Der geringe positive Wert in Q4 deutet auf eine gewisse Vorsicht nach großen Marktbewegungen nach oben hin.

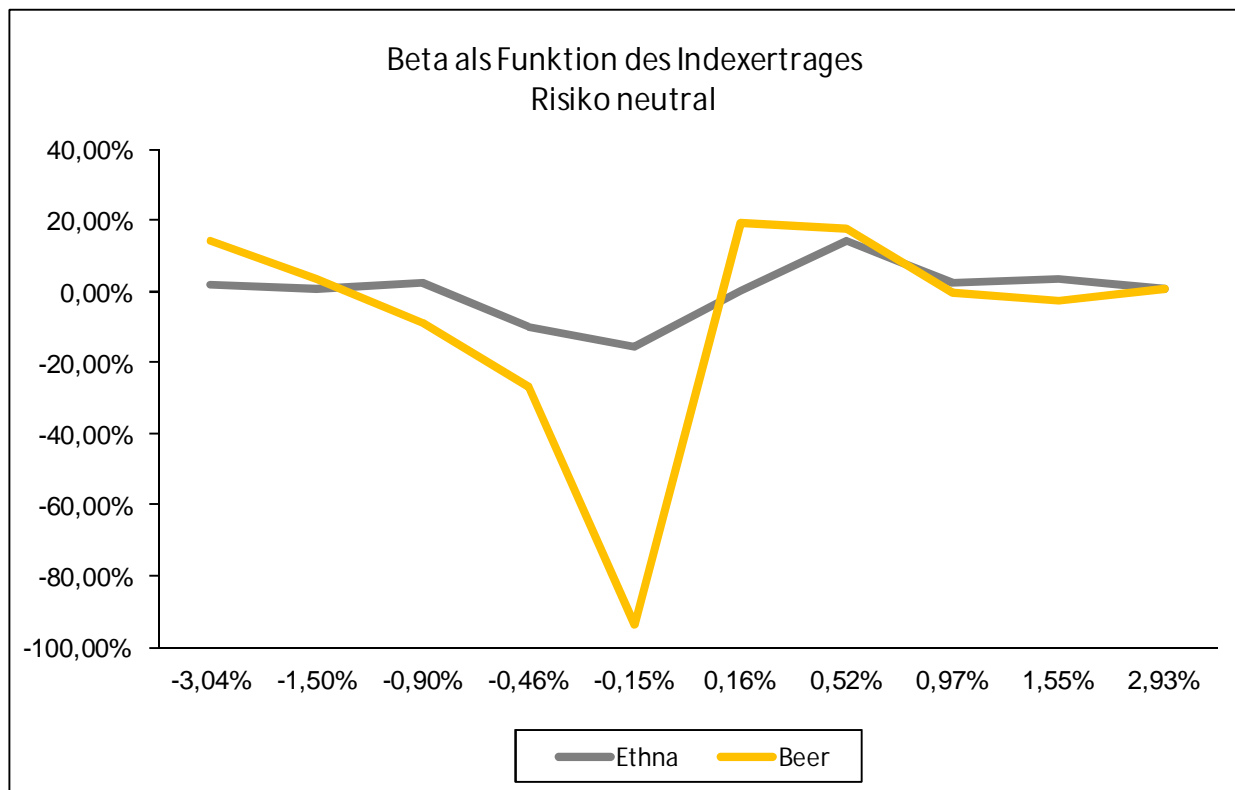
Beta als Funktion des Indexertrages

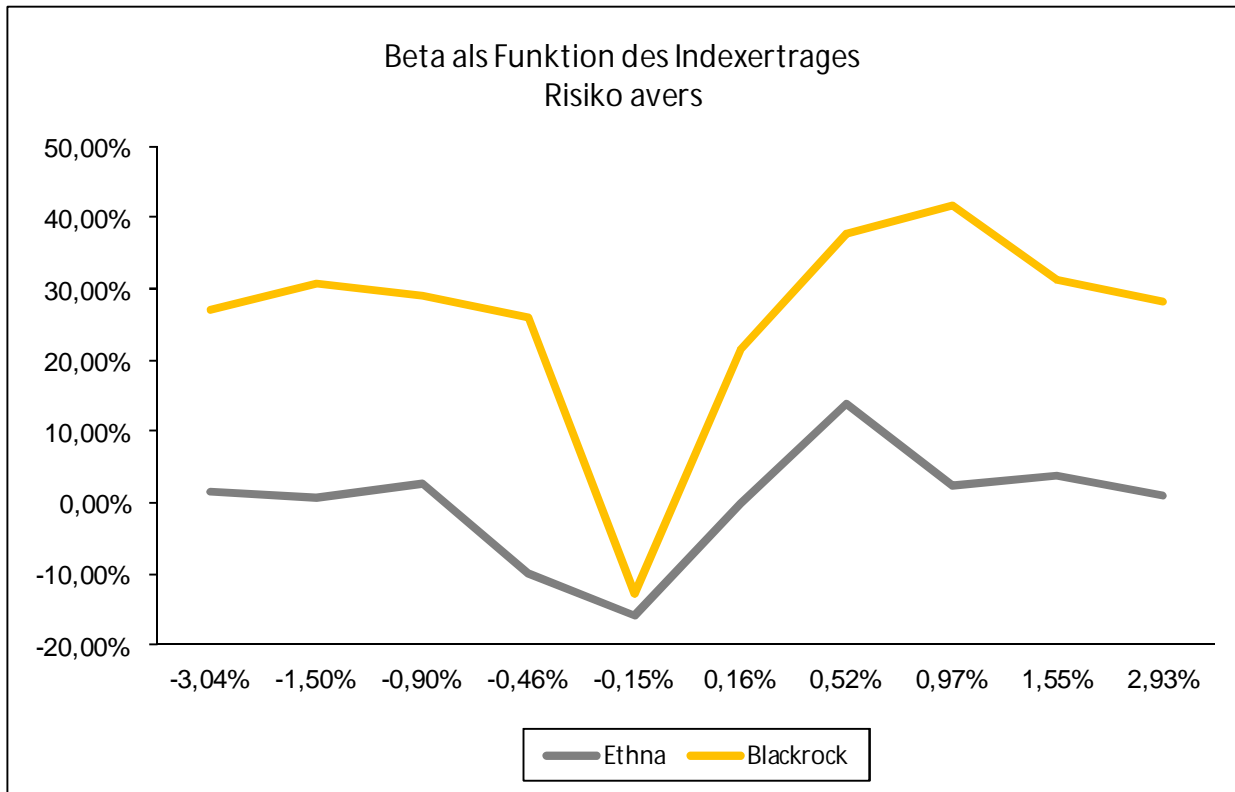
Als wünschenswert erachten wir hier ein abnehmendes Beta für fallende Indexerträge und umgekehrt. Auch hier unterscheiden wir zwei Betrachtungsweisen: Unter Risikoneutralität würde das Betaverhalten symmetrisch bzgl. negativer- und positiver Indexerträge bewertet werden, in der risikoaversen Betrachtung würden wir positive oder gar steigende Betas nach unten in der Bewertung stärker „bestrafen“, sowie eine insgesamt konkaven Betaverlauf – entsprechend einer konkaven, Risiko-aversen Nutzen-Funktion – belohnen. Die Ranglisten werden über Nutzen-gewichtete Betas erstellt.



Beta Shape Risiko neutral			Beta Shape Risiko avers		
Risiko neutral	Fonds	Score	Risiko avers	Fonds	Score
1	Ethna	52,96%	1	Ethna	48,74%
2	Carmignac	46,97%	2	Lyxor	26,42%
3	FvS	44,84%	3	M&W	25,85%
4	Lyxor	36,18%	4	Carmignac	21,30%
5	Sauren	28,70%	5	Beer	12,21%
6	EG Cap	24,31%	6	FvS	-2,78%
7	Aquila	21,73%	7	C Quadrat	-24,07%
8	C Quadrat	18,63%	8	Sauren	-44,50%
9	Blackrock	17,77%	9	EG Cap	-49,84%
10	M&W	11,72%	10	Aquila	-54,58%
11	Beer	9,23%	11	Blackrock	-61,87%

Als Beispiel haben wir nachfolgend den jeweils besten- und schlechtesten Fonds beider Betrachtungsweisen graphisch veranschaulicht.





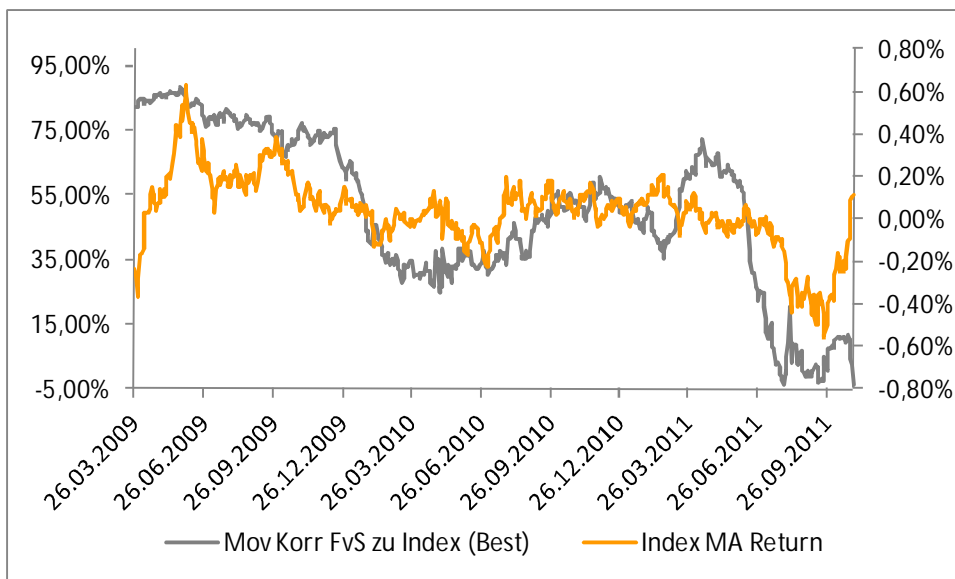
Fazit:
Ethna weist in der Betabetrachtung in Abhängigkeit der Indexerträge die jeweils besten Werte auf. Der Fonds weist mit zunehmend negativem Indexertrag vernachlässigbares Beta auf, was darauf schließen lässt, dass Bewegungen erkannt werden und der Fonds entsprechend Risiko reduziert.

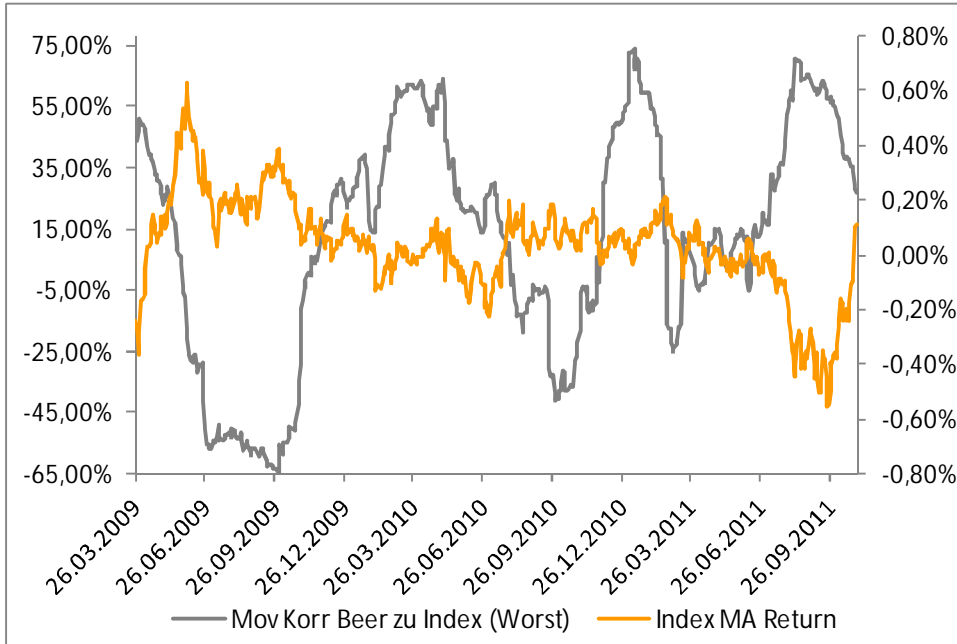
Koinzidenz von Korrelation und Indexertrag:
Betrachtet wird die rollierende 60-Tageskorrelation gegenüber dem Indexertrag in der gleichen Periode. Erwünscht ist hier eine Koinzidenz von hoher bzw. steigender Korrelation mit hoher bzw. steigenden Indexerträgen und umgekehrt. Diese Koinzidenz ergibt ein recht taugliches Maß für Markt Timing. Auch hier haben wir wieder in zwei Betrachtungsweisen unterschieden: Die Gesamtbetrachtung über alle Marktdaten, sowie die Betrachtung mit der Beschränkung auf Tail Events der rollierenden Indexerträge in Verbindung mit Tail Events der rollierenden Korrelation. Eine hohe Koinzidenz für die letztgenannte Betrachtung dient auch als Indikator für Market Timing in Bezug auf Marktumschwünge. Der Score gibt das Maß der jeweiligen Koinzidenzausprägung an.



Koinzidenz	Fonds	Score	Tail Koinzident	Fonds	Score
1	FvS	67,6%	1	FvS	45,8%
2	Sauren	26,6%	2	M&W	30,5%
3	M&W	24,8%	3	Sauren	29,7%
4	Aquila	18,0%	4	Aquila	2,3%
5	Ethna	-0,8%	5	Carmignac	0,2%
6	Lyxor	-8,5%	6	C Quadrat	-2,8%
7	C Quadrat	-13,9%	7	Lyxor	-5,4%
8	Carmignac	-15,4%	8	Ethna	-6,4%
9	Blackrock	-19,1%	9	Blackrock	-12,1%
10	EG Cap	-53,5%	10	EG Cap	-24,4%
11	Beer	-63,2%	11	Beer	-59,5%

Auch hier haben wir zur besseren Erläuterung die graphische Darstellung für den besten- (FvS) wie auch schlechtesten (Beer) Fonds beigefügt:





Fazit:
FvS zeigt in beiden Betrachtungsweisen die größten Korrelationen und somit am Ehesten das von uns erwünschte Verhalten: Parallele Ab- und Zunahme des Beta mit dem Indexertrag. Dies deutet darauf hin, dass FvS sowohl im Markttiming als auch in der Risikosteuerung Umschwünge recht gut erkennt und entsprechend reagiert.

And the winner is.....

Gesamt	Fonds	Punkte
1	FvS	44
2	M&W	43
3	Ethna	38
4	Lyxor	37
5	C Quadrat	36
6	Aquila	35
7	Sauren	30
8	Carmignac	29
9	Blackrock	19
10	EG Cap	13
11	Beer	6

Gesamtfazit:

Das Eingangs definierte, präferierte Korrelationsverhalten haben wir in obiger Tabelle als Rangordnung der ausgewählten Fonds zusammengefasst. Die vorderen Plätze belegen Fonds mit einem Strategiemix aus Aktien und Fixed Income. FvS und M&W scheinen Marktbewegungen am besten einzuschätzen und unabhängig von der Marktrichtung zu reagieren, wobei M&W deutlich vorsichtiger agiert. Lyxor belegt mit einer Trendfolgestrategie nur den vierten Rang, wohingegen Fonds mit starkem Optionsschreibcharakter - nicht überraschend für die untersuchte Eigenschaft - auf den hinteren Rängen zu finden sind. Im Mittelfeld bewegen sich FoFs, wobei regelbasiert gemanagt hier keinen Vorteil erzielen kann. Wäre das von uns präferierte Korrelationsverhalten das einzige Attribut nach welchem wir selektieren, so wäre FvS der von uns erwählte Fonds aus der Gruppe



der untersuchten Fonds. Eine letztendliche Selektion würde allerdings neben dem Korrelationsverhalten noch etliche weitere Attribute untersuchen, so dass sich eine End-Rangliste anders gestalten könnte als die obige Tabelle. Die Beschränkung auf die Korrelation als Attribut dient lediglich der Illustration der Attribute Based Fund Selection. Ebenso kann die Gewichtung einzelner Eigenschaften die zukünftige Markteinschätzung einbeziehen, was bei einer negativen Markteinschätzung zu einer höheren Bewertung von Fonds wie Lyxor und C-Quadrat führen würde, welche z.B. negative Quartilkorrelationen im ersten Quartil aufweisen.

Datenquellen: Bloomberg, L.P., eigene Berechnungen, Reuters, HSBC

Absolute World ist eine unabhängige Informationsplattform zur Analyse, Selektion und Verwaltung von Absolute Return Strategien. Der periodisch publizierte *Analytics Insight Report* ist ein Marktanalyse und Hintergrundreport, welcher aktuelle Themen mit detaillierten Analysen vereint. Weiterführende Schlussfolgerungen aus den Analysen und individuelle Bewertungen erfolgen auf Anfrage.

Haftungsausschluss:

Der Analytics Insight Report richtet sich ausschließlich an institutionelle Investoren. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen dienen ausschließlich der Information und stellen keine Kaufempfehlung, keine Angebot zum Kauf oder Verkauf eines bestimmten Finanzproduktes sowie keine Werbung dar. Der Analytics Insight Report greift auf Datenanbieter wie Bloomberg, sowie auf eigene Berechnungen zurück. Für die Korrektheit, Vollständigkeit und Genauigkeit der genutzten Daten und durchgeführten Berechnungen wird keine Haftung übernommen und keinerlei Garantie gegeben. Es ist zu beachten, dass die Wertentwicklung der Vergangenheit kein verlässlicher Indikator für die Zukunft ist.

© Copyright 2011, Absolute World GbR. Alle Rechte vorbehalten.

Kontakt: Dr. Clemens Glaffig, Tel: +49 (0)761 3894 8961
Thorsten Beige, Tel: + 41 (0)43 819 3823