



### Analytics: Short-Vola Strategien Ein Vergleich des „added value“ für das Jahr 2011

#### Executive Summary und Conclusio

- 14 Optionsschreib- bzw. Short-Vola-Fonds werden hinsichtlich des „Added Value“ ihres aktiven Risiko Managements untersucht. Die Gesamtpformance an sich steht dabei im Hintergrund, vielmehr geht es darum, zu erkennen welche Fonds durch eigenes Management einen Mehrertrag über den Zusatzertrag erzeugen, der bereits „automatisch“ von geschriebenen Optionen zur Verfügung gestellt wird (e.g. Zeitwertdrift).
- Dazu werden zunächst vier, rein regelbasierte Optionsschreibstrategien, welche verschiedene Charakteristika wie Aggressivität und Aktivität repräsentieren als statische und semi-statische Alternativen bzw. Benchmarks erstellt. Diesen werden die Fonds gegenübergestellt um zu einer Beurteilung zu kommen, welche der Fondsmanager ein wahrnehmbares und aktives Risiko Management betreiben, sowie in der Lage sind, einen positiven Wert gegenüber den einfachen Alternativen zu kreieren.
- In dieser Gegenüberstellung kann man bei lediglich 5 der 14 betrachteten Fonds von positiver Werterzeugung durch aktives Risikomanagement sprechen. Einige unterliegen selbst einer sehr einfachen, voll statisch und ohne Risikomanagement agierenden Alternative.
- Die Betrachtung beschränkt sich auf das Jahr 2011. Als überzeugendste relative Werterzeuger treten dabei Fonds von Amundi und Vescore auf.

Short Vola Strategien erfreuen sich bereits seit Langem großer Beliebtheit bei sonst eher Anleihe-affinen Anlegern. Entstanden aus dem einfachen und statischen Schreiben von Optionen zur Generierung von Zusatzertrag, hat sich daraus bis heute eine große Bandbreite unterschiedlicher Strategien entwickelt. Diese reicht von dynamischen, aktiv verwalteten Optionsstrategien bis zu reinen Vola-Strategien, welche Volatilitäten direkt handeln. Allen gemeinsam ist die aktive Verwaltung sowie, in der Eigendarstellung der Anbieter, die Betonung des „Absolute Return“ Charakters und der Erzeugung von Mehrwert durch proprietäres Management.

Die Fragen, welche sich unmittelbar stellen sind: Lohnt der Aufwand, wird tatsächlicher Mehrertrag erzeugt und sind die z.T. hohen Gebühren dadurch gerechtfertigt? Oder fährt man besser mit einer alternativen Beta Strategie, einer Beta-gewichteten Anlage in ein statisches, einfachen Regeln gehorchendes Options-Schreib-Programm, wie es bereits von institutionellen Investoren in den 1980-er Jahren durchgeführt wurde?

Diesen Fragen wollen wir in diesem Report nachgehen. Wir beschäftigen uns dabei nicht mit der Gesamtpformance der Fonds per se, sondern mit dem tatsächlichen Mehrertrag, dem „Alpha“ gegenüber alternativen Benchmarks. Eine letztendliche Selektion mag, trotz positiver Alphas, eine der statischen Alternativen bevorzugen, insbesondere, wenn das Beta des betreffenden Fonds sehr klein ist und darüber evtl. die Gesamtpformance des Fonds geringer ausfällt als die Performance der Benchmarkstrategie.

#### Grundsätzliches

Charakteristisch für Short Vola Strategien ist das antizyklische Verhalten, das Positionieren auf das Nicht-Eintreten bestimmter Ereignisse und damit auch das Handeln gegen Tail Ereignisse. Dies lassen sie sich mit positiver Carry als Stillhalterprämie kompensieren. Sie trenden in freundlicher Marktumgebung mit positiver Drift, um in volatilen und starken Marktabschwüngen überproportional zu leiden – es ist diese letzte, immer wiederkehrende Eigenschaft der kurzen aber starken Verluste, welche die Skepsis der Kritiker nährt.

Immer wieder werden deshalb Short Vola Strategien nach Phasen massiver Marktverschiebungen scharf und mit Häme kritisiert. Häufig werden sie dann von modernen Finanzkommentatoren, die eigene Rhetorik mit populären Floskeln wie „Black Swan“, „This time is different“ oder „New Normal“ als Begründung garnierend, als unsinnige Anlagestrategien hingestellt. Allerdings ersetzt die inflationäre Nutzung dieser Floskeln nicht das eigenständige Denken. Black Swans als Synonym für extrem seltene Ereignisse treten immer wieder auf, aber eben nicht jeden Tag. Nach einem Black Swan Marktereignis ist es häufig die beste Zeit die hohen Volatilitäten und Kredit Spreads über Short Vola Strategien zu nutzen. Auch die Zukunft wird sicher wieder Extremereignisse bringen, wie empirische Studien belegen.

Was die empirische Evidenz der Profitabilität von Short-Vola Strategien angeht, gibt es eine Reihe von Studien, welche das auf lange Sicht angelegte positive Ertragspotential etlicher Ansätze belegen: Dazu gehören Short-Put Strategien auf Indizes, Strategien



welche implizite Index Volatilitäten gegen realisierte Volatilitäten verkaufen, wie auch verallgemeinerten Short Volastrategien wie FX Carry und Kredit-Strategien, wenn diese nicht gehebelt und um von der Kreditwürdigkeit um BBB herum angesiedelt sind. Allerdings belegen diese Studien auch, dass es immer wieder einschneidende Ereignisse gab, welche die Strategien auf mittlere Sicht zurückwarfen. Siehe dazu, e.g., Ilmanen, A. (2011). „Expected Returns“, *Wiley & Sons*, sowie Referenzen darin.

### Reine Vola Strategien

Reine Vola Strategien, welche vornehmlich implizite Index Volatilität verkaufen, wurden in den letzten Jahren vermehrt angeboten. Sie handeln Volatilität direkt über Vola/Varianzswaps und nutzen damit die empirisch belegte (s. Referenz oben) statistische Überbewertung impliziter- gegenüber ex post realisierten Indexvolatilitäten für sich aus. In früheren Jahren musste diese „Arbitrage“ über Delta-neutrale Handelsstrategien unter Eingehung der schwer kontrollierbaren Gamma Risiken durchgeführt werden. Über direkt handelbare Volatilität sind diese Risiken ausgeklammert (s. dazu auch die Bemerkungen zu den Ineffizienzen von Volatilitäts-Futures im „*Analytics Insight Report 1. Ausgabe, Oktober 2011*“). Allerdings glauben wir, dass die zunehmende Anzahl von derartigen Strategien am Markt dazu führen wird die Diskrepanz zwischen impliziter und realisierter Volatilität zu verringern, und somit die Ertragsaussichten dieser Strategien in der Zukunft zu schmälern. Das könnte dazu führen, dass größere Risiken eingegangen werden um die ursprünglichen Ertragsziele zu realisieren. Trotzdem halten wir diese Art von Volatilitätshandel für sehr gute Add-On/Overlay Strategien im Rahmen einer umfassenderen Short-Vola Strategie.

Eine Erweiterung von Vola Strategien sind Kovarianz Strategien über Aktien-Korrelations Swaps. Auch diese sind empirisch betrachtet mit negativer Risiko Prämie ausgestattet, i.e., die implizite Korrelation liegt statistisch über der ex-post realisierten Korrelation. Dies ist intuitiv dem Hedging Verlangen, insbesondere von Long-Short Equity Fonds geschuldet, welche auf natürliche Weise durch ihre Strategien negative Exponierung zu Korrelationsrisiken aufweisen. Uns ist kein UCITS Fonds bekannt, welcher diese Risikoprämie per se handelt, obschon etliche Off-Shore Hedge Fonds im Rahmen ihrer allgemeineren Strategie diese ausnutzen, bzw. einige Off-Shore Derivate Fonds auch auf den Handel mit Varianz und Korrelationen spezialisiert sind. Der Handel mit Korrelationen von Ausfallwahrscheinlichkeiten im Rahmen von strukturierten Krediten und Kreditderivaten war insbesondere vor 2008 populär, ist aber grundsätzlich vom Handel mit Aktien-Korrelationen zu unterscheiden.

### Optionsschreibstrategien auf Aktien

Wir werden eine Gruppe von 14, allesamt unter UCITS bzw. dem deutschen InvG aufgelegten Optionsschreibfonds bzw. Fonds welche deutliche Charakteristika von Optionsschreibfonds auf Aktien aufweisen, vergleichen. Insbesondere zählen wir dazu auch Strategien welche implizite Indexvolatilitäten direkt verkaufen. Als Vergleichszeitraum dient das Jahr 2011, die Ergebnisse und Schlussfolgerungen sind vor diesem Hintergrund zu interpretieren. Wie eingangs erwähnt, werden wir auf den real erzeugten Mehrwert abstellen. Dazu sind einige Bemerkungen zu den gängigen Quantifizierungen von Performance-Qualität und Mehrertrag notwendig.

Aus der Nichtlinearität von Optionen ergeben sich einige Konsequenzen hinsichtlich der Beurteilung von Optionsschreibstrategien:

Optionsschreibstrategien gelten als Absolute Return Strategien, welche hinsichtlich Ihres Performanceverhaltens zwischen zwei Welten pendeln: In eher ruhigen Marktphasen (Aktien hoch, seitwärts oder leicht runter) weisen sie ein eher Anleihe ähnliches, durch Zeitwertdrift dominiertes Ertragsverhalten auf. In starken Abschwung Phasen nähert sich das Ertragsverhalten eher dem des Aktienmarktes an. In der Konsequenz variiert die Korrelation zu den Aktienmärkten selbst auf Monatsbasis recht erheblich. Korrelationen dienen allerdings der Quantifizierung linearer Zusammenhänge und sind somit eh nicht geeignet um Aktienindizes mit Strategien in nichtlinearen Instrumenten zu vergleichen. Ableitungen eines Absolute Return Charakters von Optionsstrategien über phasenweise niedrige Korrelationen zu Aktienmärkten sind somit sinnlos.

Die Generierung von Mehrwert durch aktives Management wird nach wie vor über das Alpha einer Strategie quantifiziert. Das über lineare Regressionen berechnete Alpha gibt dabei den Ertragsteil an, welcher nicht von den Regressoren (e.g. Indizes) erklärt werden kann. Wie für die Korrelation gilt auch hier: Alpha gegenüber einem Index ist wenig aussagekräftig, da der nicht-lineare Teil der Optionen nicht vom Index erklärt wird, aber trotzdem nichts mit aktiver Managementleistung zu tun hat.

Als Performance Maß wird im Allgemeinen die Sharpe Ratio angeführt. Dies mag für annähernd normal verteilte Renditen haltbar sein, bei den stark asymmetrischen Ertragsverhalten von Optionen aber völlig unangebracht und irreführend. Für Darstellungen wie mit geschriebenen Optionen Sharpe Ratios nach oben manipuliert werden können, siehe, e.g., Goetzmann, W.N., Ingersoll, J.E., Spiegel, M.I., Welch, I. (2002). „Sharpening Sharpe ratios“. *Yale ICF Working Paper No. 02-08* und Spurgin, R.B. (2001). „How to



game your Sharpe ratio", *Journal of Alternative Investments*, Winter 2001.

In der Konsequenz werden Optionsschreibstrategien durch inadäquate Kennziffern Qualitäten unterstellt, welche sie nicht haben: Ertrag über reinen Zeitwert bekommt man automatisch und stellt weder Alpha noch marktunabhängige Managementleistung dar.

### Realer Mehrertrag über Vergleich zu konstruierten Benchmarks

Eine Beurteilung der Leistungsfähigkeit sowie des Mehrertrages eines Fondsmanagers sind somit schwierig, es fehlt eine geeignete Benchmark gegenüber der man sinnvolle Kennzahlen anbringen kann.

Aus diesen Gründen und um zu verhindern, dass Ertragskomponenten, welche bei Optionsschreibstrategien bereits durch die Instrumente geliefert werden nicht mit „Alpha“ verwechselt werden, erstellen wir Benchmark Strategien aus statischen und semi-statischen Optionsstrategien, gegen welche Alpha, Korrelationen, Information Ratios und dergleichen wieder Bedeutung erlangen. Insbesondere dienen sie auch als transparente und kostengünstige Alternativen, welche einfach umzusetzen sind. Letztlich wird damit auch eine Bewertung des Mehrertrages des jeweiligen Fonds gegeben. Ein Fondsmanager hat nur dann mehr als eine Minimalgebühr gerechtfertigt, wenn er die leicht über einfache Regeln umzusetzenden Benchmark Strategien in wesentlichen Aspekten deutlich dominieren kann.

Ebenso dienen die Benchmark Strategien der groben Klassifikation der Fonds: Es soll damit unterschieden werden, welche der Fonds eher konservativ, welche eher aggressiv, welche eher statisch mit gering ausgeprägtem Risikomanagement oder aber mit aktivem Portfolio- und Risikomanagement agieren.

Wir gehen allerdings in der Beurteilung des potentiell erzeugten Mehrertrages der Fonds nicht auf dessen Ursprung ein. Es kann durchaus sein, dass Mehrwert nicht durch aktives Handeln bzw. effizientes Risikomanagement des Optionsportfolios resultiert sondern, e.g., durch entsprechende Positionierung in Durations- und Kreditrisiken. Ein Beispiel dazu liefert der Alpha Mode Corporate Index der Panathea Capital Partners, welcher eine aktive Optionsstrategie mit Kreditanlagen verbindet und im Jahr 2011 einen Ertrag von 10,92% erzielte, wobei 7,73% durch die Komponente „Unternehmenskredite“ erbracht wurde<sup>1</sup>. Nichtsdestotrotz subsumieren wir diesen Anteil unter „Aktives Management“.

Im Einzelnen handelt es sich bei den im Report betrachteten Fonds um Folgende:

	Fondsgesellschaft	Fondsname	ISIN	Inception
1	Allianz	Volatility Strategy	LU0417273579	07.04.2009
2	Amundi	Absolute Vola Euro	LU0272941971	13.11.2006
3	Antecedo	Independent Invest	DE000A0RAD42	28.01.2009
4	Beer	Absolute Return Plus UI	DE000A0M80V3	28.01.2008
5	Berenberg	DyMACS Equity	DE000A0YKM65	10.03.2010
6	Conservative Concepts	Time Alpha UI	DE000A0RN5X0	28.07.2009
7	DJE	Modulor	DE000A0DPKD3	28.02.2006
8	DJE	Absolute Return Plus	DE000A0M80V3	28.01.2008
9	Kepler CM	Risk Protect III	LU0448548304	03.11.2009
10	Lupus Alpha	Structure Invest	DE000A0HHGD9	09.04.2003
11	Lupus Alpha	Volatility Invest	DE000A0HHGG2	22.10.2007
12	Nordea	Heracles 1	LU0343921457	12.03.2008
13	Quaesta Capital	Global Bond Select	DE000A0YF280	12.10.2010
14	Swis Alpha	SICAV Strategy Europe	LU0457851060	16.11.2009
15	Vescore	Glocap Vega	DE000A0RB9R6	02.01.2009

### Die Benchmark-Strategien

Die vier Benchmark Strategien sind allesamt regelbasiert und somit voll systematisch, aber ohne jegliche Marktprognose gesteuert. Die Liquidität ist in allen Fällen in EONIA angelegt, ohne Durationsrisiko und vernachlässigbarem Kreditrisiko. Sie sind wie folgt charakterisiert:

<sup>1</sup> Die Alpha Mode Indices der Panathea Capital Partners bleiben in diesem Report aufgrund eines potentiellen Interessenskonflikts der Autoren unberücksichtigt



Benchmark 1 („Bench 1“): Konservative Strategie, welche kurzfristige Put Optionen auf den € Stoxx 50 schreibt. Die Basispreise sind Volatilitätsabhängig gewählt. Das Risikomanagement rollt Optionen über vorab definierte Moneyness von ins Geld gelaufenen Optionen in neue Optionen anderer Laufzeit. Optionen werden nur nach „unten“ gerollt. Charakteristika: Konservativ, semi-statisch, konservatives Risiko Management.

Benchmark 2 („Bench 2“): Aggressive Strategie, Funktionsweise wie Bench 1, jedoch Basispreise etwas näher am Geld. Optionen werden ebenfalls nach „oben“ gerollt, falls der Markt über ein vorab bestimmtes Niveau aus dem Geld gelaufen ist. Charakteristika: aggressiv, semi-statisch, dynamisches Portfolio- und Risikomanagement.

Benchmark 3 („Bench 3“): Konservative, voll statische Strategie, welche kurzfristige Put Optionen auf den € Stoxx 50 schreibt. Die Basispreise sind Volatilitätsabhängig gewählt. Die Optionen werden stets bis zum Verfall gehalten. Charakteristika: Konservativ, voll statisch, kein Risikomanagement.

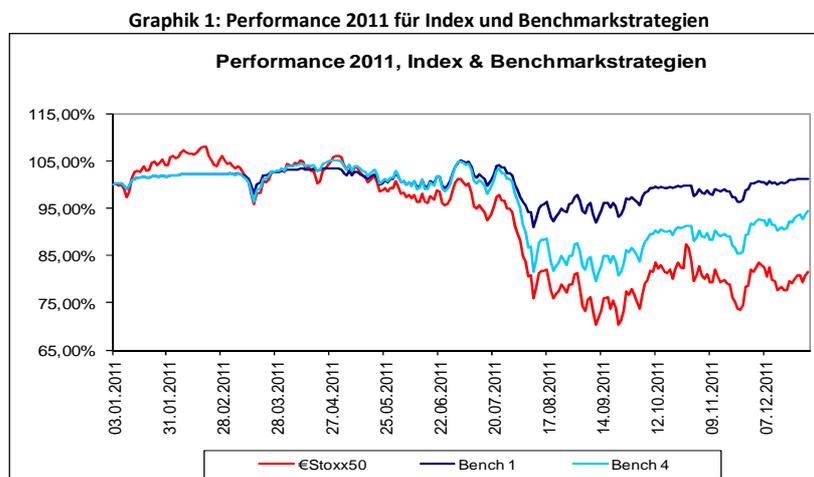
Benchmark 4 („Bench 4“): Aggressive, voll statische Strategie, welche kurzfristige Put Optionen auf den € Stoxx 50 schreibt. Die Basispreise sind unabhängig von der Marktumgebung als konstanter Abschlag zum Spot-Indexstand gewählt. Die Optionen werden stets bis zum Verfall gehalten. Charakteristika: Aggressiv, voll statisch, kein Risikomanagement.

Die Benchmarkstrategien können als alternative Beta Strategien bezeichnet werden, wobei Bench 3 & 4 lediglich statische Schreibprogramme darstellen.

Die Fonds werden entsprechend ihrer Ähnlichkeit verschiedener Kennzahlen und Charakteristika zu denen der Benchmarkstrategien in diese vier groben Kategorien unterteilt:

- Konservativ, dynamisch und, konservatives Risikomanagement
- Aggressiv, dynamisches Portfolio- und Risikomanagement
- Konservativ, statisch, kein Risikomanagement
- Aggressiv, statisch, kein Risikomanagement

Nachfolgend sind die Performance Graphen der Bench 1 & 4 gegen den des €Stoxx50 aufgeführt. Bench 2 & 3 liegen zwischen den beiden dargestellten Benchmark Strategien und wurden der Übersichtlichkeit wegen weggelassen. Typisch für Optionsschreibstrategien ist die Signatur des Underlying, welche kurzfristig und insbesondere in volatilen Phasen durchscheint. In den ruhigen Anfangsmonaten des Jahres ist deutlich die Dominanz der Drift im mittel- und langfristigen Ertragsverhalten der Benchmark Strategien auszumachen – auch dies ist typisch für Optionsschreibstrategien und sollte deshalb nicht mit „Alpha“ verwechselt werden.





### Offensichtliche Ertragsmerkmale und Standard Kennziffern:

Tabelle 1: Grundlegende Kennziffern für 2011

	Total Return	Vola	MaxDUp	MaxDDown
SXSE	-18,41%	28,55%	16,97%	37,79%
Bench1	-2,22%	13,49%	10,08%	13,93%
Bench2	1,15%	16,74%	14,04%	19,69%
Bench3	-4,72%	17,72%	10,99%	21,14%
Bench4	-5,71%	21,38%	14,70%	25,48%
Allianz	0,97%	7,38%	7,04%	10,08%
Amundi	2,66%	5,57%	6,01%	3,22%
Antecedo	-7,41%	22,30%	16,40%	27,65%
Beer	-7,79%	9,59%	7,72%	14,01%
Berenberg	-0,49%	4,43%	4,70%	6,23%
Cons Concepts	-2,74%	2,31%	1,46%	4,41%
DJE Modulor	-1,56%	1,45%	1,05%	2,74%
Kepler RPIII	1,75%	5,74%	5,57%	4,60%
Lupus StructInv	-5,13%	3,54%	1,95%	6,74%
Lupus Volalnv	-3,01%	5,11%	4,39%	7,61%
Nordea	-4,13%	13,91%	12,16%	10,85%
Quaesta	2,31%	9,04%	11,57%	13,86%
Swiss Alpha	3,17%	6,59%	8,37%	4,83%
Vescore	4,12%	6,79%	9,43%	7,67%

Tabelle 1 quantifiziert den ersten Eindruck den man typischerweise von Performance Graphiken erhält: Neben der Jahresperformance (Basis: Total Return Kurse) und der Schwankungsbreite ist der maximale Draw-Down, wie auch das Gegenstück dazu, der maximale Draw-Up aufgeführt. Ein Qualitätsmerkmal ist die Relation dieser Größen zueinander, insbesondere in einem Jahr wie 2011.

### Methoden der Quantifizierung realer Mehrwerterzeugung

Tabelle 2: Up-Down Ratios

	Up-Down-Ratio
Amundi	186,75%
Swiss Alpha	173,27%
Vescore	122,91%
Kepler RPIII	121,24%
Nordea	112,07%
Quaesta	83,51%
Berenberg	75,43%
Bench1	72,36%
Bench2	71,31%
Allianz	69,86%
Antecedo	59,30%
Bench4	57,69%
Lupus Volalnv	57,61%
Beer	55,08%
Bench3	51,96%
SXSE	44,91%
DJE Modulor	38,19%
Cons Concepts	33,11%
Lupus StructInv	28,89%

Tabelle 2 setzt den maximalen Draw-Up gegen den maximalen Draw-Down ins Verhältnis. Dieses Verhältnis ist für Optionsstrategien sehr stark vom Marktverlauf während der Betrachtungsperiode abhängig. In Phasen geringer Volatilität ohne größere Abschwünge liegen diese Ratios z.T. deutlich über 100%, in Jahren wie 2011 mit einer sehr volatilen Phase z.T. erheblich darunter. Insofern eignet sich diese Ratio nicht als absolute Kennziffer sondern ausschließlich im Vergleich vor dem Hintergrund der Beobachtungsperiode. Sie macht aber Fonds mit unterschiedlicher Aggressivität bedingt vergleichbar.

Fonds sollten mindestens die entsprechenden Kennzahlen der Benches 3 & 4, also der Benches ohne jegliches Risiko Management, übertreffen. Darüber hinaus sollten die Fonds, welche die eigene Management Leistung anerkannt sehen wollen, zusätzlich die beiden anderen Benchmark Strategien schlagen. Lediglich Amundi, Swiss Alpha, Vescore, Kepler und Nordea rechtfertigen in dieser Betrachtung ihr aktives Management bzw. ihre Strategie durch deutlich höhere Ratios.

Realer Mehrwert als Alpha gegenüber einem Aktienindex ist – wie eingangs geschildert - wenig sinnvoll. Umso mehr kann man einen potentiellen Mehrertrag als Alpha gegenüber einer geeigneten Benchmark darstellen. Wir berechnen für jeden Fonds das Alpha gegenüber der Benchmark, welche die höchste Korrelation zu dem jeweiligen Fonds aufweist. Dieses Alpha gibt den Teil des Fondsertrages an, welcher nicht durch die entsprechende Benchmark Strategie erklärt werden kann. Positives Alpha ist zwar grundsätzlich positiv zu bewerten, kann allerdings, wie oben bereits eingeschränkt, andere Ursachen als aktives Handeln haben. Darüber hinaus lässt sich die Verlässlichkeit des Alpha über die Information Ratio veranschaulichen. In der unten stehenden Tabelle



wird die Information Ratio wiederum relativ zur höchstkorrelierten Benchmark Strategie angegeben.

Mit diesen beiden Größen ist ein wirklicher Mehrertrag durch aktives Management weitaus realer und aussagekräftiger herausgestellt als irgendeine Kennziffer relativ zu einem Aktienindex. Der so herausgestellte Mehrwert ist grundsätzlich und könnte nun noch eingehender untersucht werden, worauf wir in diesem Report verzichten.

**Tabelle 3 & 4: Annualisiertes Alpha & Information Ratio zur jeweils höchst korrelierten Benchmarkstrategie**

	Alpha p.a.		Info-Ratio
Vescore	4,40%	Vescore	4,39%
Swiss Alpha	3,36%	Amundi	3,28%
Quaesta	2,95%	Swiss Alpha	3,17%
Amundi	2,90%	Kepler RPIII	2,13%
Kepler RPIII	1,92%	Quaesta	2,06%
Allianz	1,25%	Allianz	1,07%
Berenberg	0,08%	Berenberg	0,15%
DJE Modulor	-1,52%	Antecedo	-1,54%
Cons Concepts	-2,46%	Nordea	-2,22%
Lupus Volalnv	-2,70%	Lupus Volalnv	-3,86%
Nordea	-4,22%	Beer	-5,97%
Antecedo	-4,30%	DJE Modulor	-6,69%
Lupus StructInv	-4,83%	Cons Concepts	-7,71%
Beer	-7,78%	Lupus StructInv	-13,87%

Bemerkung: Das Alpha wurde über eine OLS Regression berechnet. Die Residuale weisen leicht heteroskedastisches Verhalten auf, insofern wäre eine GLS adäquater gewesen, worauf wir aus Gründen der Einfachheit verzichtet haben. Auf eine Rechtfertigung der Alphas über die jeweiligen t-Statistiken haben wir ebenfalls verzichtet.

Überzeugen können hier die Fonds von Amundi, Allianz, Kepler, Quaesta, Swiss Alpha und Vescore. Lediglich diese Fonds weisen einen erkennbaren Mehrertrag gegenüber den einfachen bzw. statischen Benchmarkstrategien auf.

### Klassifikations-Varianten

Dass die Fonds einen unterschiedlichen Grad an Aktivität, Aggressivität wie auch ein unterschiedliches Risikomanagement betreiben, konnte man bereits an den letzten Tabellen ablesen. Die Benchmark Strategien dienen dabei als Referenz um die Fähigkeit „Added Value“ oder auch Alpha zu generieren zu veranschaulichen. Sie können darüber hinaus auch die Fonds hinsichtlich Ihrer Charakteristika einordnen.

In allgemeiner Form würde das geschehen, indem man eine Anzahl von N verschiedener Charakteristika bzw. Attribute des jeweiligen Ertragsverhaltens aller Fonds und Benchmark Strategien in einem N-dimensionalen Attributraum darstellt und die Fonds über eine Metrik klassifiziert.

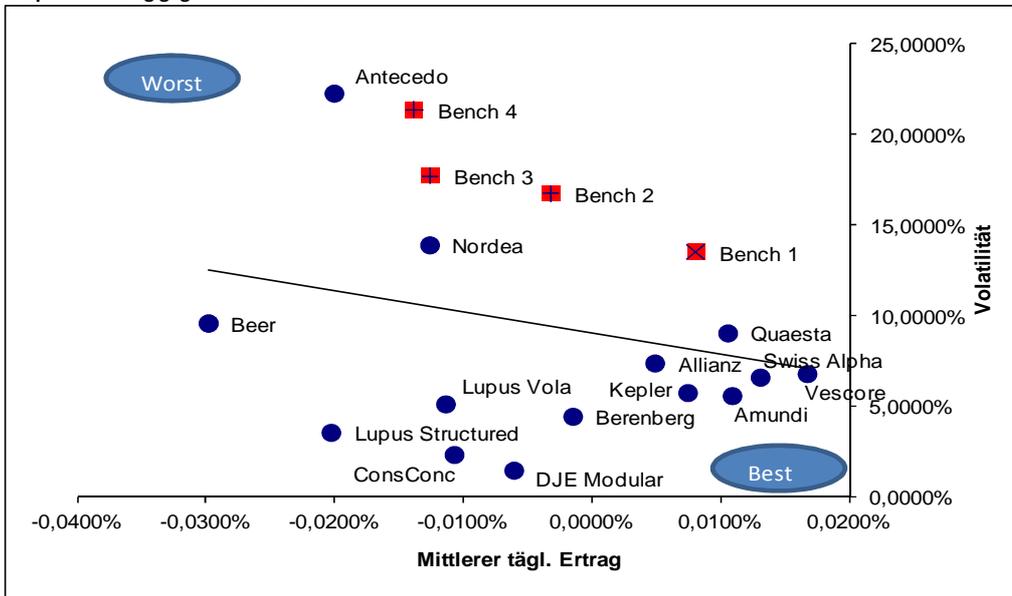
In vereinfachter und graphisch darstellbarer Form kann das dadurch geschehen, dass man jeweils zwei Kennzahlen betrachtet und Fonds darin miteinander vergleicht bzw. über deren Nähe zu den Benchmark Strategien klassifiziert. Das wird über die nachfolgenden Graphiken für einige Kennzahlen veranschaulicht:

Verallgemeinernd kann man sagen, dass Nähe der Kennziffern zu Bench 3 & 4 auf wertloses aktives Management hindeutet. Größere Nähe zu Bench 4 zeigt aggressives Positionieren ohne Mehrwert, bzw. negativen Mehrwert wenn Bench 4 den Fonds noch dominiert. Nähe zu Bench 1 & 2 deuten auf aktiveres Risiko Management hin, Dominanz gegenüber Bench1 belegt das Erzeugen von Mehrwert.

Graphik 2 stellt alle Fonds inklusiver der Benchmark Strategien in einer Graphik dar, welche mittleren Ertrag der Volatilität gegenüberstellt.



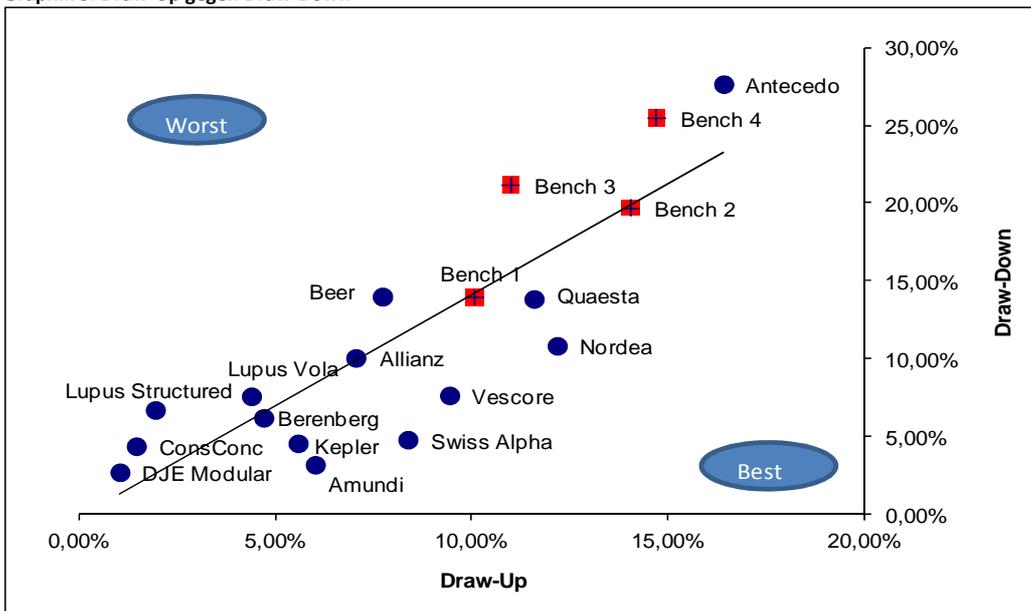
Graphik 2: Ertrag gegen Volatilität



Aus der Graphik 2 ist zunächst einmal das risikoadjustierte Ertragsverhalten abzulesen – je näher der Datenpunkt an der Ecke unten rechts, desto besser. Die eingezogene Linie gibt die Durchschnittsposition aller Fonds und Benchmark Strategien wider. Deutlich zu erkennen ist ein Cluster von Fonds, welche bereits in der obigen Tabelle 3 positiv aufgefallen war, unten rechts zu erkennen. Dieses Cluster dominiert eindeutig die Benchmarkstrategien.

Graphik 3 stellt den Draw-Up dem Draw-Down gegenüber, wobei auch hier bzgl. der Interpretation das Gleiche gilt wie oben. Auffallend ist die gewahrte Distanz zur optimalen Ecke, wiederum rechts unten. Das ist allerdings typisch für Optionschreibstrategien. Eine Dominanz gegenüber den Benchmarkstrategien (i.e. größere Nähe zur „Best“-Ellipse) ist hier weitaus weniger offensichtlich als zuvor.

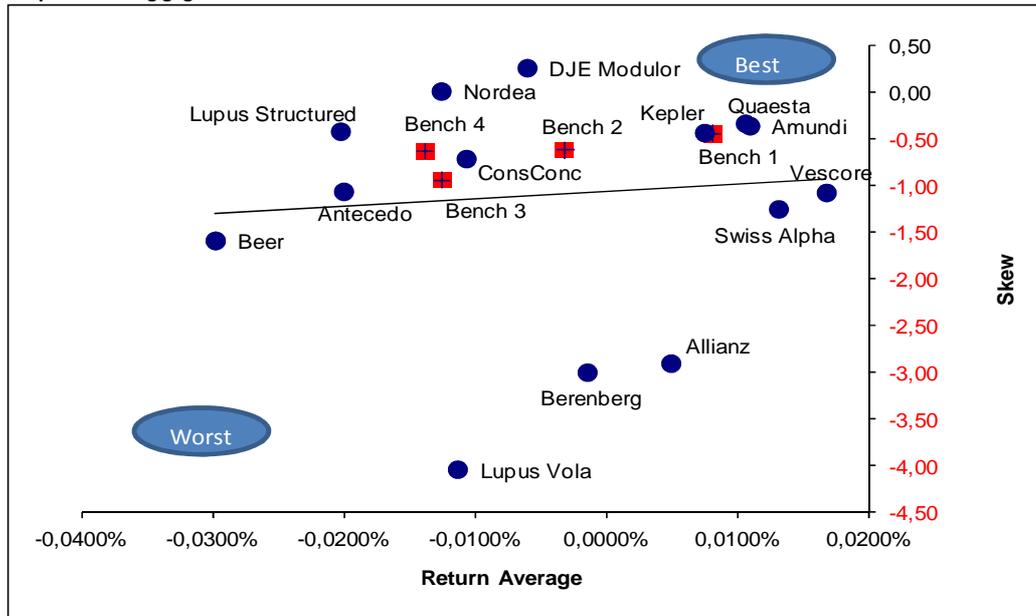
Graphik 3: Draw-Up gegen Draw-Down





Die letzte Graphik zeigt den Skew der täglichen Erträge gegen den mittleren Ertrag. Auch hier gilt die gleiche Interpretation wie zuvor, wobei sich die optimale Ecke rechts oben befindet. Auffallend ist, dass nur wenige Fonds in den negativen Bereich abfallen, dafür aber deutlich: Einige der Fonds weisen bei mäßigem Ertrag stark negativen Skew auf. Hervorzuheben ist, dass sehr wenige Fonds Bench1 dominieren.

Graphik 4: Ertrag gegen Skew



Die letzten drei Graphiken veranschaulichen einige Charakteristika der Fonds relativ zu den Benchmark Strategien, wie auch relativ zueinander. Sie geben damit auch ein Fragment einer möglichen Klassifikation in die weiter oben beschriebenen Kategorien wider, die Klassifikation über die Differenz der Fonds-Kennziffern zu denen der Benchmarkstrategien bestimmt. Die gewählten Kennziffern charakterisieren und klassifizieren die Fonds natürlich nicht vollständig, geben allerdings bereits eine gute Tendenz für die relative Bewertung und Klassifikation der Fonds.

### Die resultierende Klassifikation

Anhand der obigen Betrachtungen nehmen wir eine grobe Klassifizierung in passives oder aktives Risikomanagement, konservatives oder aggressives Positionieren und darüber hinaus in die Art der Mehrwerterzeugung vor. Dabei besagt eine Klassifizierung als passives Risikomanagement nicht, dass ein Fonds kein Risikomanagement betreibt, sondern lediglich dass dieses relativ zu dem passiven Risikomanagement der Benchmark Strategien nicht wahrnehmbar ist. Es ergeben sich folgende Klassifizierungen:

Tabelle 5: Klassifikation der Fonds

	Aggressivität	Risikomanagement	Mehrertrag
Allianz	Aggressiv	semi aktiv	positiv
Amundi	Konservativ	aktiv	positiv
Antecedo	Aggressiv	passiv	negativ
Beer	Aggressiv	semi aktiv	negativ
Berenberg	Konservativ	aktiv	neutral
Cons Concepts	Konservativ	passiv	neutral
DJE Modulor	Mittel	semi aktiv	negativ
Kepler RPIII	Konservativ	aktiv	positiv
Lupus StructInv	Mittel	semi aktiv	negativ
Lupus VolInv	Mittel	semi aktiv	negativ
Nordea	Aggressiv	aktiv	negativ
Quaesta	Aggressiv	aktiv	positiv
Swiss Alpha	Konservativ	aktiv	positiv
Vescore	Konservativ	aktiv	positiv



### Schlussfolgerungen

Selektiert werden sollten lediglich solche Fonds, welche eine Klassifikation als aktives Risikomanagement mit positiver Wertkreation verbinden – diese Kriterien erfüllen lediglich Amundi, Kepler, Quaesta, Swiss Alpha und Vescore. Für eine letztendliche Selektion würde man einen größeren Zeitrahmen betrachten sowie Gesamtertragsqualitäten (inkl. Beta gegenüber den Benchmark Strategien) mit berücksichtigen. Unter Berücksichtigung der Analysen gegen die Benchmark Strategien und rein auf Basis der Daten für das Jahr 2011 würden wir schlussfolgern, dass Amundi (Platz1) und Vescore (Platz 2) in der betrachteten Gruppe den höchsten realen Mehrertrag (wirkliches Alpha) erzeugen. Wie eingangs erwähnt, gute Alpha Erzeuger müssen nicht unbedingt gute Gesamtergebnisse liefern, das Beta gegenüber den Benchmark Strategien liefert den systematischen und erheblicheren Teil der Gesamtperformance. Das war aber nicht der Fokus in diesem Report.

Datenquellen: Bloomberg, L.P., eigene Berechnungen

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 2012, Absolute World GbR. Alle Rechte vorbehalten.

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