



Alternative Beta ETF's die transparente Absolute Return Alternative

Executive Summary und Conclusio

- Ø Alternative Beta Strategien werden als die kostengünstige und transparente Alternative zu Einzel Hedge Fonds gepriesen. Insbesondere in der Umsetzungsform als ETF würden sie sehr effiziente und interessante Anlagevehikel darstellen, wenn sie denn den Ansprüchen an die Performance genügen würden.
- Ø Wir untersuchen hier einige, von namhaften Anbietern aufgelegte Alternative Beta Strategien von welchen einige als ETF bereits angeboten werden hinsichtlich ihrer Performancefähigkeiten und insbesondere gegenüber dem eigenen Anspruch auf Absolute Return.
- Ø Es zeigt sich, dass keine der Strategien einen Absolute Return Charakter aufweist, im Gegenteil erscheinen alle Strategien lediglich als „Low Beta“ Version des Aktienmarktes. Zwar wäre die Umsetzung als ETF effizient, aber ein Index ETF ist den hier untersuchten Strategien wohl vorzuziehen.

ETF's erfreuen sich bereits seit einiger Zeit als effizientes Instrumentarium, um gewisse Grundbausteine in einer Portfolio Konstruktion umzusetzen. Sie bieten die Möglichkeit gängige Indices mit geringem Tracking Error und einer Aktien-ähnlichen Handelbarkeit abzubilden. Als Sondervermögen genießen sie gleichzeitig einen deutlich sichereren Status gegen einen Ausfall des Anbieters als z.B. Index- oder Strategie-Zertifikate, welche typischerweise rechtlich gesehen Schuldverschreibungen des Anbieters entsprechen.

Vermehrt und nicht ohne Begleitung kritischer Medienkommentare wurden zuletzt auch neben den eher statischen Indexprodukten komplexe und dynamische Strategien in ETF's umgesetzt. Sie sollen die vorab beschriebenen Vorteile einer ETF Umsetzung mit aktiven und vornehmlich auf Absolute Return ausgelegten Strategien kombinieren und als Alternative zu aktiv verwalteten Fondsprodukten positioniert werden. Neben der einfachen Handelbarkeit unterscheiden sich diese Strategie ETF's insbesondere auch durch eine deutlich niedrigere Kostenstruktur von vergleichbaren Fonds. Wesentlich für eine niedrige Kostenstruktur ist dabei die effiziente Umsetzung über Regeln ohne diskretionäre Entscheidungen. Auf diese Weise wird der Fondsmanager verzichtbar, der größte Kostenverursacher auf der Fondsseite. Als zugrundeliegende Strategien eignen sich hierzu prinzipiell insbesondere die von erfahrenen Handelshäusern entwickelten regelbasierten Alternative Beta Strategien.

Wir gehen davon aus, dass gerade im Absolute Return Segment in nächster Zeit vermehrt Alternative Beta Ansätze in ETF Verpackungen angeboten werden. Sie werden vermehrt als Messlatte für aktive Fonds fungieren, gegenüber denen der Fondsmanager seine höhere Kostenstruktur begründen muss.

Der vorliegende Analytics Insight Report unterzieht einige, z.T. bereits über ETF's umgesetzte Alternative Beta Strategien einer kurzen analytischen Betrachtung.

Historisches

Alternative Beta Strategien wurden vornehmlich aus Versuchen Hedge Fonds Strategien nachzubilden entwickelt. Mitte bis Ende der 90-er Jahre wurde zunächst versucht auf Basis der Sharpe'schen Faktoranalyse für Publikumsfonds Hedge Fonds nachzubilden. Die Aussicht die Performance erfolgreicher Hedge Fonds durch analytische Methoden auf Basis der historischen Performancedaten zu replizieren und damit algorithmisch und sehr kostengünstig Alternativen zu Hedge Fonds zu etablieren trieb zunächst eine große Anzahl von entsprechenden Studien und die Entwicklung verschiedener Replikationsmethoden. Darauf aufbauend wurden etliche neue Produkte aufgelegt, beworben mit der Zuversicht einen typischen Hedge Fonds oder Hedge Fonds Index billig, liquide und transparent als überlegene Alternative anzubieten. Der Erfolg war bescheiden. Die Replikationen waren zwar in der Lage breit aufgesetzte Hedge Fonds Indices einigermaßen darzustellen, die weitaus interessantere Replikation von Einzelfonds erwies sich als Reinfall. Dies ist wenig überraschend, da Indices die idiosynkratischen Merkmale eines Fonds, das spezifische Talent eines Hedge Fonds Manager, welches schwer zu replizieren ist, heraus mitteln. Aber genau dieses Element ist der wesentliche Treiber dominierender Hedge Fonds Performance, die gemittelte Performance eines Index ist dagegen nur mäßig interessant. Als Nebenprodukt aus dem missglückten Versuch der Replikation entwickelten sich regelbasierte Strategien, welche ohne den



Absolute World

Analytics Insight Report 6. Ausgabe

Juli 2012

Anspruch eine vorgegebene Strategie zu kopieren, schlichtweg gute, absolute Performance als Zielsetzung formulierten. Dieses Segment der Alternative Beta Produkte ist potentiell die ernst zu nehmender Alternative zu reinen Hedge Fonds. Ähnlich wie Hedge Fonds lassen sich unterschiedliche Alternative Beta Strategien in Segmente/Stilrichtungen unterscheiden. So gibt es Long/Short Aktienstrategien, FX Carry Strategien, Macro- und M&A basierte Strategien. Gemeinsam ist den Alternative Beta Strategien, dass sie rein regelbasiert ohne diskretionäre Elemente auskommen. Entwickelt werden diese Strategien bzw. deren Regelsätze insbesondere von den großen Investment Banken.

In diesem Insight Report wollen wir einige dieser Alternative Beta Strategien genauer betrachten. Bevorzugt wurden dabei Produkte, welche in Form eines ETF verfügbar sind und eine Historie von mindestens 3 Jahren – unsere Betrachtungsperiode – aufweisen.

Konkret betrachten wir hier:

Strategie	Anbieter	Alias*
GS Absolute Return	Goldman Sachs	GS Alt Beta
CS Alternative Beta	Credit Suisse	CS Alt Beta
DB Hedge Fund Tracker	Deutsche Bank	DB HFT
UBS Transparent Alpha Tot. Return	UBS	UBS
IQ Macro	IQ	IQ Macro
CS Long/Short	Credit Suisse	CS LS

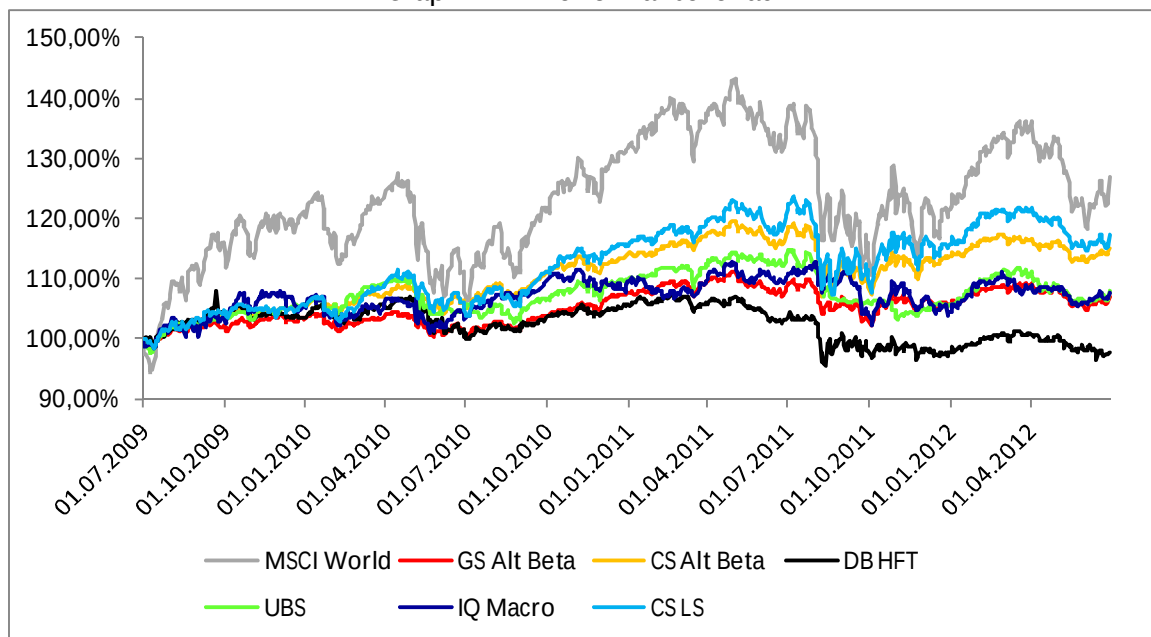
*) in Analyse benutzter Name

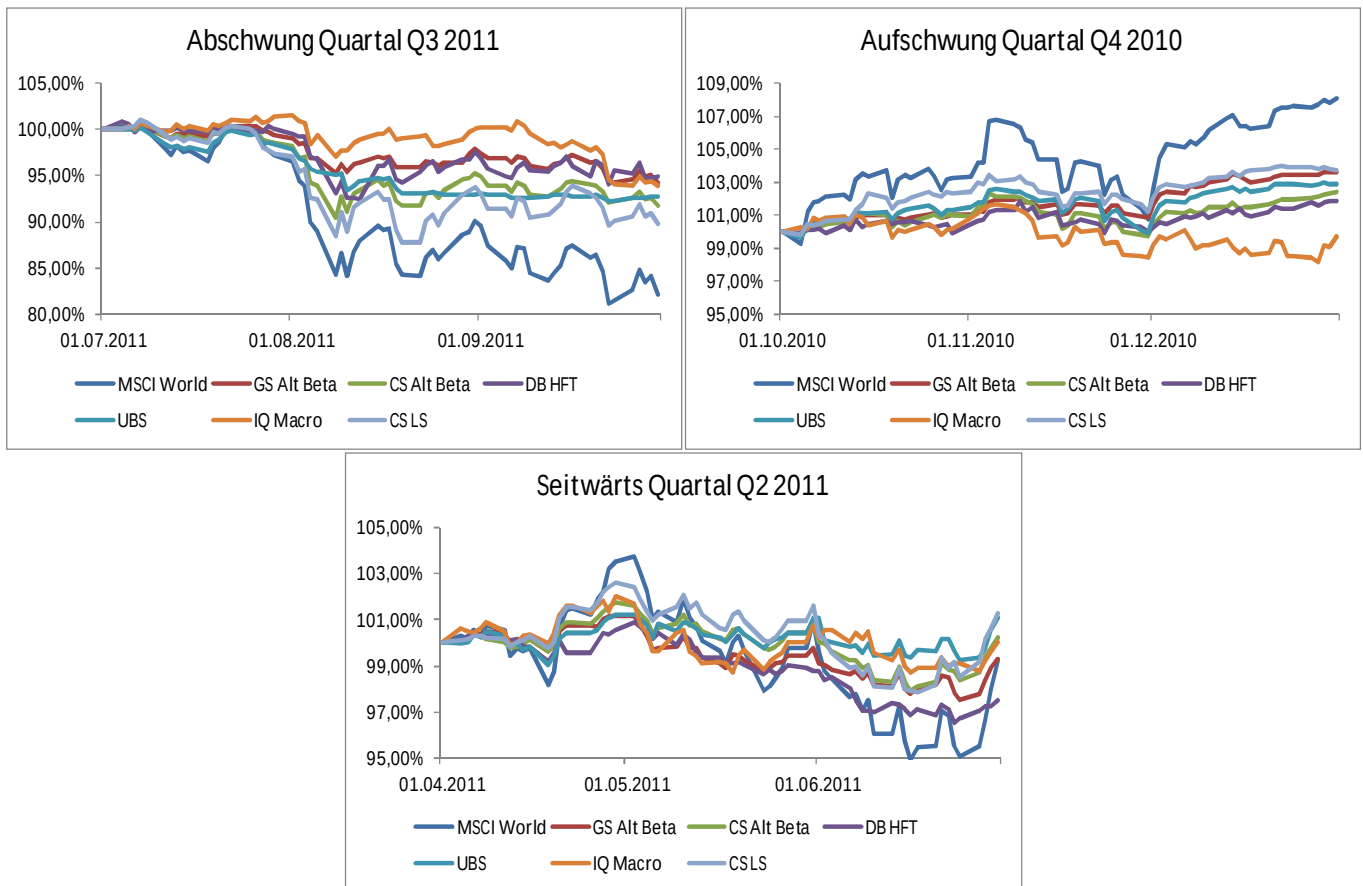
Zu Vergleichszwecken ziehen wir den MSCI World Index (der „Index“) heran.

Performance

Der erste Blick auf die Performancebetrachtung der letzten 3 Jahre vermittelt nicht den Eindruck, dass die Produkte ihrem Namen und Anspruch auf Absolute Return gerecht werden. Etliche der Strategien sehen wie „Low-Beta“ Varianten des Aktienindex auf, einige liefern über die Gesamtperiode, in welcher der Index zwar volatil aber positiv performte, eine negative Rendite ab. Auch die nähere Betrachtung über verschiedene Quartale in welchen der Index sich deutlich auf- oder ab- bzw. seitwärts bewegte ändert diesen Eindruck kaum, auch wenn die relative Ordnung der Strategien untereinander sich verändert.

Graphik 1-4: Performanceverlauf





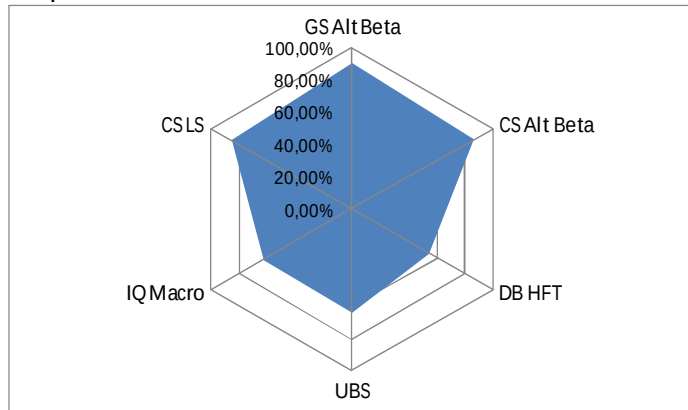
Korrelationen

Der erste Eindruck einer hohen Indexabhängigkeit bestätigt sich in der Korrelationsbetrachtung über die gesamte Periode. Lediglich der DB Hedge Fund Tracker scheint sich mit einer Korrelation von 54,5% hin und wieder vom Index zu lösen, allerdings, wenn man die negative Performance über die 3 Jahre berücksichtigt, scheint das in den falschen Momenten zu geschehen.

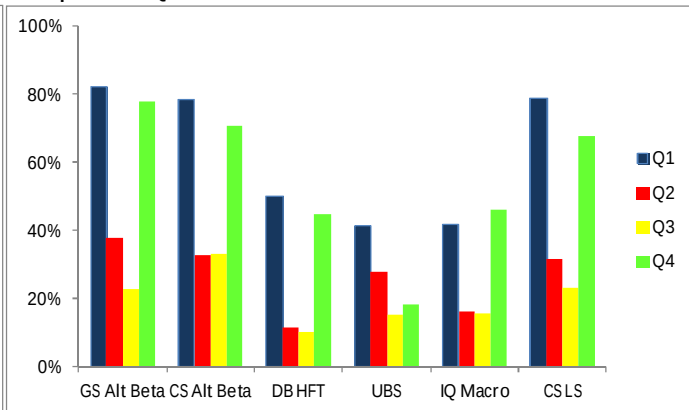
Um etwas mehr Einblick zu erlangen, betrachten wir noch die Quantil Korrelationen, d.h. die Korrelationen an den Tagen an welche die Indexerträge in den jeweiligen Quantilen liegen (1. Quantil bedeutet dabei die täglichen Indexerträge im untersten Quantil, etc.). Hier fällt auf, dass die Korrelation zum Index im untersten Quantil (25% niedrigsten Erträge) für GS Alt Beta, CS Alt Beta und CS LS sehr hoch sind. Für alle Strategien bis auf IQ Macro ist die Korrelation im untersten Quantil höher als im obersten Quantil – alles keine Eigenschaften von Absolute Return Strategien. Immerhin stimmt die Korrelation im obersten Quantil dahingehend, dass sie für alle Strategie relativ hoch ist. Insgesamt ergibt sich aus der kurzen Korrelationsbetrachtung, dass keine der Strategien einem Absolute Return Anspruch gerecht wird.



Graphik 5: Korrelationen zum MSCI World



Graphik 6: Quantil Korrelationen

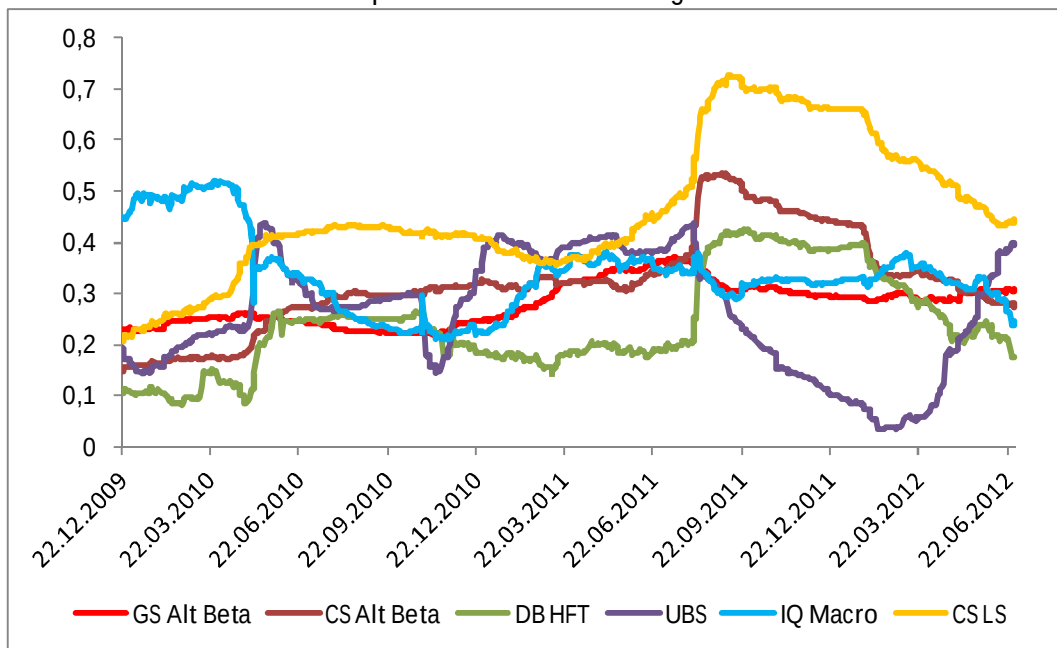


Beta

Mit der Beta Betrachtung wird die vorige Korrelationsbetrachtung ergänzt. Neben dem Beta und Alpha über die gesamte Periode betrachten wir auch das rollierende 12-monats Beta, d.h. an jedem Tag wird das Beta der vergangenen 12 Monate berechnet und dies über die gesamte Periode betrachtet.

Das auffallend steigende Beta gegen Ende September 2011 (für die Periode ab September 2010) ist negativ zu beurteilen, da diese Periode insbesondere den starken Indexverfall im Spätsommer 2011 mit beinhaltet. Das Verhalten bestätigt aber den vorigen Eindruck der Indexabhängigkeit.

Graphik 7: 12-Monats Moving Beta



Die Gesamtbeta Betrachtung bestätigt einmal mehr den „Low Beta“ Charakter, wie auch, dass sich die Strategien untereinander, bis auf CS LS – nicht viel geben. Lediglich die Alpha Betrachtung differenziert etwas und hebt CS Alt Beta, aber auch CS LS gegenüber einer Beta-gewichteten Indexanlage hervor.



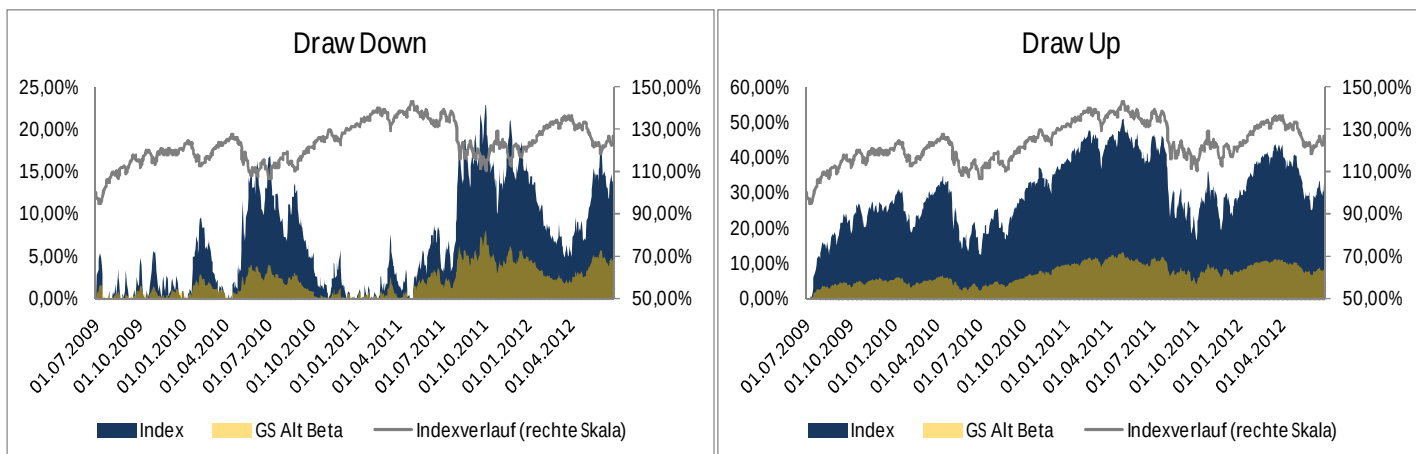
	Beta	Alpha ann.
GS Alt Beta	0,28	-0,24%
CS Alt Beta	0,33	1,65%
DB HFT	0,26	-2,76%
UBS	0,23	0,53%
IQ Macro	0,33	-0,28%
CS LS	0,49	1,08%

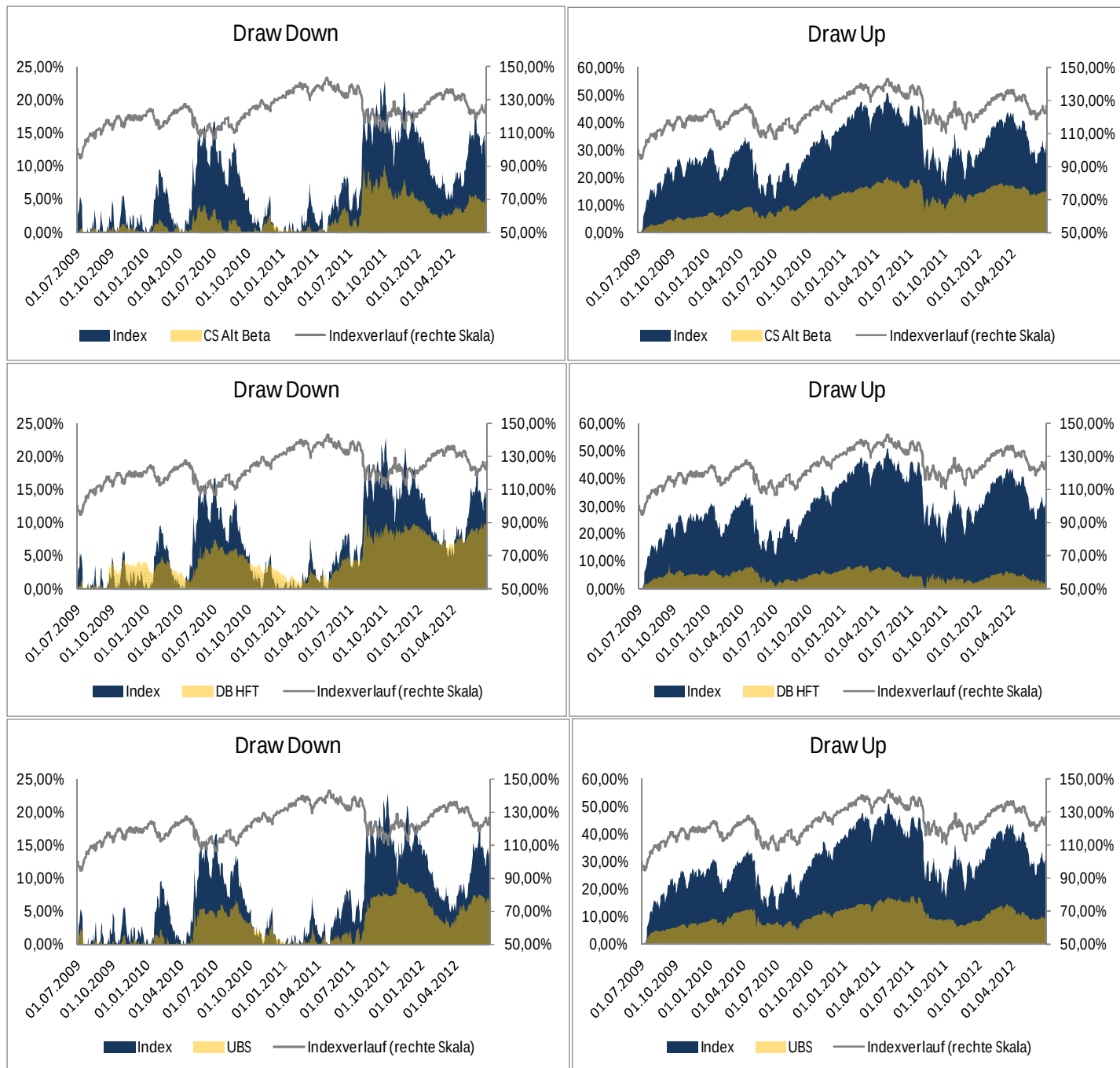
Drawdowns und Drawups

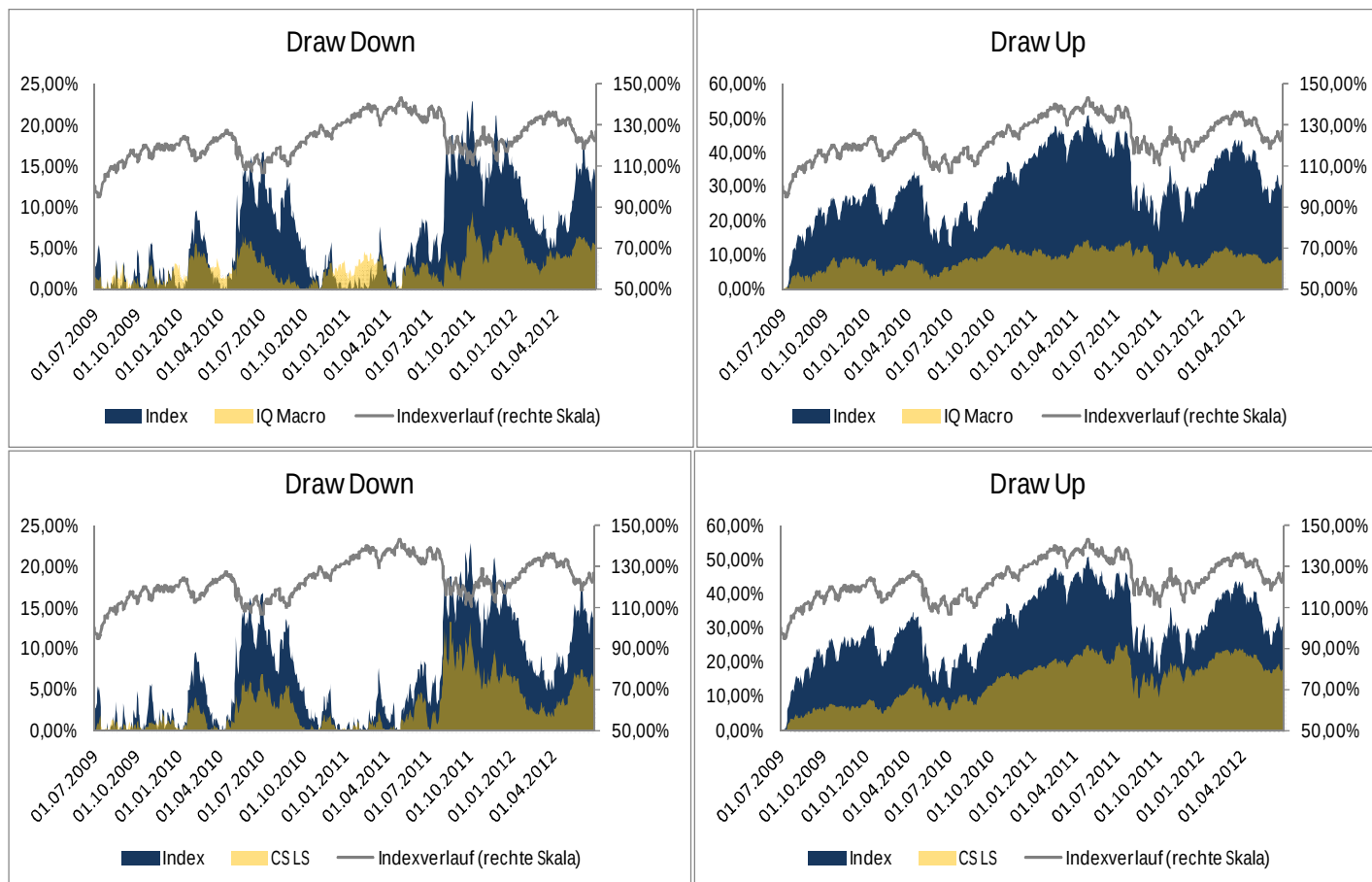
In der Betrachtung des Drawdowns bzw. des positiven Gegenstücks, dem Drawup, fällt auf, dass bis auf den DB HFT keine Strategie sich von der stark asymmetrischen Verteilung der Abwärts-/Aufwärtsbewegung des Index abkoppeln kann. Immerhin weisen alle Strategien eine bessere Drawratio – das Verhältnis von Drawdown zu Drawup – als der Index auf. DB HFT kommt in dieser Betrachtung am besten heraus, kann aber, wie oben bereits zu erkennen war diese Eigenschaft nicht in eine positive Gesamtperformance umsetzen.

	DD Ratios	Max Drawdown	Max Drawup
MSCI Wo	224,12%	22,80%	51,10%
GS Alt Beta	160,31%	8,06%	12,92%
CS Alt Beta	194,88%	10,40%	20,27%
DB HFT	77,01%	11,45%	8,82%
UBS	176,10%	9,97%	17,57%
IQ Macro	153,86%	9,45%	14,54%
CS LS	196,71%	13,20%	25,97%

Als kleines Indiz zur Absolute Return- und Timing Fähigkeiten haben wir die Drawdown/Drawup Prozesse für jede der Strategien gegenüber dem Index beigefügt. Ablesen kann man von den Drawdown Graphiken inwieweit sich die Strategien von den Drawdowns des Index lösen können und ob langanhaltende Drawdown Phasen des Index zu einer Risiko Anpassung der Strategie führen. Aus den Drawup Graphiken ersieht man insbesondere inwieweit sich die Strategien die Aufschwung-Phasen des Index zu Nutzen machen können und ob sie darüber hinaus Aufschwünge zu verzeichnen haben, wenn dies für den Index nicht der Fall ist. Keiner der folgenden Graphiken kann hier die oben gemachten Beobachtungen bzgl. Gleichlaufs zum Index relativieren. Keine der Strategien dominiert den Index in dieser Betrachtung in irgendeiner Weise, im Gegenteil, gerade DB HFT und IQ Macro fallen mit Ihren Drawdown Prozessen negativ zum Index auf ohne dies in der Betrachtung des Drawup Prozesses zu kompensieren.







Fazit

Die betrachteten Alternative Beta Strategien sind allesamt regelbasierte, auf Absolute Return ausgelegte Strategieprodukte, teilweise bereits als ETF umgesetzt. Der jeweilige Regelsatz wurde von namhaften Anbietern aufgesetzt, welche historisch bereits des Öfteren als Sprungbrett für Hedge Fonds Manager dienten – einige namhafte Hedge Fonds wurden von Alumni der Anbieter entwickelt. Insofern sollte man meinen die notwendige Expertise zur Erstellung von Handelsregeln bei den Anbietern vorliegen zu haben – es scheint allerdings eher, dass die Expertise abgewandert ist um in eigenen Hedge Fonds umgesetzt zu werden. Für die hier betrachteten Strategien ist die Signatur des Marktes in Form des MSCI World Index sehr deutlich sichtbar und der Treiber des Performanceverhaltens. Insofern ist der Anspruch auf Absolute Return vollkommen fehlgeleitet. Die Strategien sehen allesamt wie kleine, eingeschüchterte Versionen des Index aus. Wir belassen es bei dieser eher groben analytischen Betrachtung und der kurzen Zusammenfassung denn eine weitere Differenzierung und Detaillierung ist auf dieser Qualitätsbasis nicht notwendig.

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