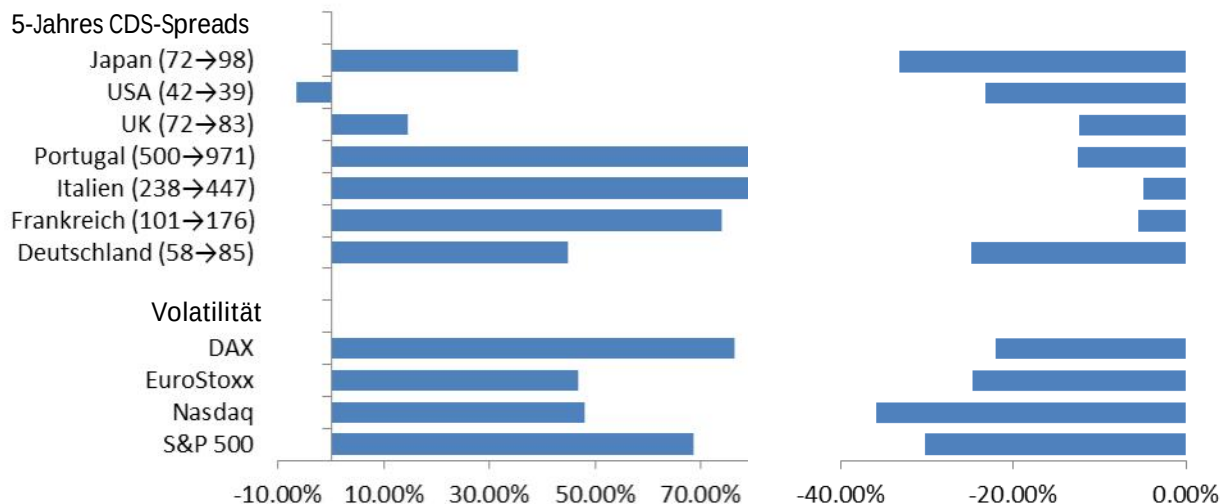




- Market Snapshot per Ende Oktober: „Risk on“ dominiert
- Thema: Betrachtung der Fund of Hedge Funds Branche: Mehrwert oder nur mehr an Gebühren?
- Analytics: Gewinnen wenn der Markt verliert

Market Snapshot per Ende Oktober: „Risk on“ dominiert





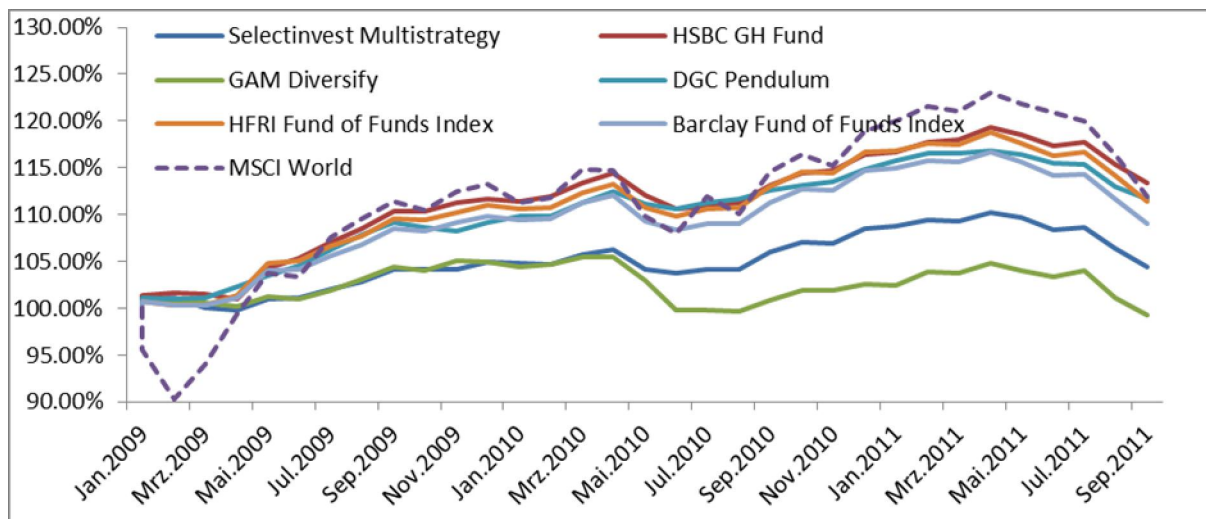
Thema: Fund of Hedge Funds („FoHFs“)

Der vergangene Monat zeigte starke Erholungstendenzen und positive Wertentwicklung in nahezu allen Anlageklassen. Das verloren geglaubte Jahr kehrt zumindest ansatzweise zurück, unter dem Strich dominiert die YTD-Statistik aber noch negative Vorzeichen. Hedge Fonds konnten global 0.8% zulegen (HFRX Index), es bleibt allerdings immer noch ein Minus von 7.7% für das Jahr. Der volatile Sommer ist verantwortlich für die Negativperformance und der verhältnismäßig geringe Zuwachs im Oktober basiert auf einer Reduktion der Positionen aus Furcht vor anhaltend hoher Volatilität. FoHFs sind für viele Anleger nach wie vor die effizienteste Umsetzungsform einer Hedge Fonds Anlage, da sie Zugang haben, die qualitative- und quantitative Beurteilung übernehmen und ein regulatorisch akzeptabel verschnürtes und diversifiziertes Bündel an Einzelfonds bieten. Es mehren sich aber die Stimmen, welche jeglichen wirklichen Mehrwert von FoHFs in Frage stellen, mindestens aber die Gebühren, welche über die, eines buchhalterischen Dienstes entsprechende Gebühren, hinausgehen. Immer wieder neuen Schub erhalten diese Stimmen durch die enttäuschende Performance fast aller FoHFs. In einer Studie der Université Libre de Bruxelles wurden 1.300 FoHF's im Zeitraum 1994 bis 2009 untersucht. Demnach schafften es nur 22% vor Gebühren positives Alpha zu generieren. Lässt man aus den FoHFs noch die reinen Indexprodukte heraus, sodass nur noch das selektierte Fondsportfolio übrig bleibt, so schafften gerade mal 5.7% der Anbieter eine Outperformance gegenüber HFIndices zu erzeugen.

Die im Folgenden Chart dargestellten Fund of Hedge Funds sind unter den 50 größten Gesellschaften am Markt und zeigen die Performance für die vergangenen 2 Jahre im Vergleich zum HFRI und dem Barclays Fund of Funds Index bzw. zum MSCI World Index.

Tabelle 1: Auswahl an FoHF's

Fonds	Assets USD	Strategie	Managem. fee
Selectinvest Multistrategy	1.34 bln.	Diversifiziertes Portfolio von Alternative Asset Managern	1.50 %
HSBC GH Fund	2.52 bln.	Fund of Hedge Fund Portfolio	1.75%
GAM Diversity	720 mln.	Vielzahl von Strategien weltweit	1.76%
DGC Pendulum	357 mln.	Money Manager weltweit, low vol	1.50%



Es fällt auf, dass die Performancepfade der Einzel FoHFs, wie auch der FoHF Index dem groben Verlaufsmuster des MSCI World index entsprechen. Gerade aber FoHFs sollten dieses Merkmal nicht aufweisen. Im Prinzip bieten die FoFs nicht mehr als eine untergewichtete Investition in MSCI World ETF's.

Arbeitsweise der FoHFs - die Außendarstellung

Anbieter brüsten sich damit, dass sie oftmals mehrere tausend Einzelstrategien beobachten und die jeweils vielversprechendsten daraus auswählen. Um überhaupt in Betracht zu kommen, müssen bestimmte Mindestanforderungen erfüllt werden, wie z.B. eine Mindestanzahl an Personal, bestehender jahrelanger Track Record (kein Backtesting) sowie ein Minimum an Assets. Der Auswahlprozess umfasst in der Regel mehrere Interviews mit potentiell in Frage kommenden Fondsmanagern, Besuche vor Ort sowie periodisch auszufüllende, umfangreiche Due Dilligence („DD“) Fragebögen. Besonderer Fokus liegt hierbei auf der Anlagephilosophie, dem Track Record, der Umsetzung der Ertragserzielung sowie unternehmens- und personenspezifischen Kriterien. Die DD stellt somit einen sinnvollen Prozess dar, um eine qualitative Vorselektion durchzuführen. Um aus einer Vielzahl an Fondsanbietern den letztendlichen FoHF auszuwählen, werden standardisierte Prozesse oder Optimierungsmodule eingesetzt, welche i.A. Nebenbedingungen wie z.B. Verlustbegrenzungen, Risikogrenzen etc. berücksichtigen können.

Arbeitsweise der FoHFs - die Realität

In den direkten Gesprächen mit den Hedge Fonds Manager sind die Anbieter mit oft nur wenigen Jahren an Markterfahrung und ohne jegliche Handelserfahrung kaum in der Lage Aussagen der Hedge Fonds Manager einzuordnen und die Plausibilität einer komplexen Strategie zu beurteilen. Häufig begnügt man sich auch noch mit der Einordnung der Fonds in spezifische Strategie-Schubladen, obwohl der Fonds die typischen Merkmale nur bedingt aufweist. Kritikpunkt im Hinblick auf DD ist die beschränkte Aussagefähigkeit, da die gemachten Aussagen der Fondsmanager kaum überprüft werden. Insbesondere Angaben zu AuM, Personal und historischer Performance lassen sich einfach schönen (z.B. Assets gelevered angegeben, Personal incl. Teilzeit oder Externer etc.).

Fazit: Die neue Rolle der FoHF Manager

Typischerweise investieren Fund of Hedge Funds in 15-30 Einzelstrategien und die Mehrkosten liegen heute bei 0.5%-0.7% p.a. Erzielt werden sollen stabile Erträge bei deutlich geringerer Volatilität. Oftmals erreichen FoHF's diese Vorgaben nicht und somit sind die mit einem Investment verbundenen höheren Kosten nicht gerechtfertigt. Defizite wie kaum überprüfte DD's sind leicht zu beheben. Den Mangel an Erfahrung, insbesondere im Handel, muss durch entsprechendes Personal behoben werden. Genau das ist notwendig um ein tieferes Verständnis der zu beurteilenden Fonds zu erreichen. Höhere Gebühren sind nur durch eine aktivere dynamischere Rolle zu rechtfertigen, welche Sicherungskonzepte, Overlay Steuerungskonzepte (über ETFs) etc. beinhalten. Damit würde der FoHF Manager selbst zum Asset Manager, aber nur so sind Gebühren die für gute Handelsergebnisse gezahlt werden, als FoHF Gebühr durchsetzbar. Ansonsten ist der Hauptnutzen von FoHFs beschränkt auf den reinen Zugang zum Markt der Hedge Fonds sowie das Schnüren des Pakets und das rechtfertigt lediglich eine Minimalgebühr.



Analytics: Gewinnen wenn der Markt verliert Der Heilige Gral des Asset Managements

Kaum etwas erfreut des Fondsmanagers Herz mehr, als richtig zu liegen, wenn alle anderen falsch liegen – schon alleine der gesicherten Aufmerksamkeit wegen. Positive Renditen in schwachen Marktphasen werden natürlich auch von Investoren besonders geschätzt.

Sie in schwierigen Marktphasen zu erwirtschaften gelingt zumindest den meisten Geldmarkt- und, wenn nicht zu sehr durch Kreditrisiken zersetzt, auch den meisten, „long only“ Rentenfonds. Darüber hinaus natürlich auch allen Short-Bias Fonds. Qualitativ auszeichnen können sich Fondsmanager mit der Fähigkeit eine positive Performance in negativen Marktphasen mit einer deutlichen über dem Geldmarkt liegenden Gesamtpformance konsistent zu kombinieren – das ist der heilige Gral des Asset Managements.

In der aktuellen Ausgabe des *Analytics Insight Report* betrachten wir Fonds, welche allesamt die Monate August und September 2011, welche den Aktienmärkten einen der höchsten Zweimonatsverluste jemals bescherten, mit positiver Performance gegläntzt haben. Wir untersuchen eine ausgewählte Gruppe daraufhin, in welchen Phasen sie ihre besten Leistungen zeigen und mit welcher Persistenz sie positive Erträge generieren. Die betrachteten Aspekte werden dabei nur kurz beleuchtet und kommentiert. Eine detaillierte Untersuchung der jeweiligen relativen Stärken und Schwächen würde den Rahmen dieses Reports übersteigen.

Strategien

Das Hauptkriterium zur Auswahl der Fonds für die nachfolgenden Betrachtungen war eine positive Performance in jedem der beiden Monate August und September 2011. Dabei haben wir reine Rentenfonds mit ihrer natürlichen „long Duration“ Positionierung als natürliche Profiteure solcher Marktphasen, außen vor gelassen. Die weiteren Kriterien für die Auswahl waren neben einer Mindestgröße an AuM, sowie ein Track Record von mindestens 3 Jahren auch das Potential zweistellige Renditen zu erzielen – damit bleiben auch Geldmarktfonds unberücksichtigt. Die Auswahl der Fonds erfolgt dann willkürlich (s. Tabelle 2). Als Indikator für den „Markt“ fungiert der €Stoxx50 Total Return Index (der „Index“), gegen welchen wir das Fondsverhalten differenzieren. Die Betrachtungsperiode ist vom 1. Januar 2009 bis 31. Oktober 2011.

Tabelle 2: Fondsauswahl

Fonds	Manager	Auflage	Volumen (Mio €)*	ISIN	Alias*
AC RiskParity 12	Aquila Capital Concepts	05.09.2008	445,31	LU 0374107992	Aquila
Athena UI	Conservative Concepts	23.06.2008	346,1	DE 000AQ2SF3	ConsConc
Bantleon Opportunity S	Bantleon Invest	15.02.2008	424,24	LU 0337413834	Bantleon
FvS Multiple Opportunities	Flossbach Von Storch	24.10.2007	486,49	LU 0323578657	FvS
M&W Privat	Mack & Weise Vermögensverwaltung	20.12.2006	370,26	LU 0275832706	M&W

*) per 31.10.1011

*) in Analyse benutzter Name

Performance

Tabelle 3 listet neben den jährlichen Erträgen auch das maximale Drawdown/Drawup auf, wobei wir unter Drawup den maximalen prozentualen Anstieg (bottom to top) während der Betrachtungsperiode verstehen. Fast alle der Fonds weisen positive Jahreserträge auf, wobei man eine Marktanlehnung lediglich dadurch erahnen kann, dass die Erträge der Fonds in negativen Indexjahren geringer ausfallen. Eine Ausnahme ist der ConsConc Fonds, der gemischte Jahreserträge aufweist. Ebenfalls ist, wieder mit Ausnahme des ConsConc Fonds, nicht nur das maximale Drawup höher als das (negative) maximale Drawdown, auch das Verhältnis Drawup gegenüber Drawdown ist für die Fonds deutlich höher als beim Index. Auffallend ist das extrem geringe max. Drawdown des Bantleon Fonds, auch in Relation zum durchschnittlichen Jahresertrag.

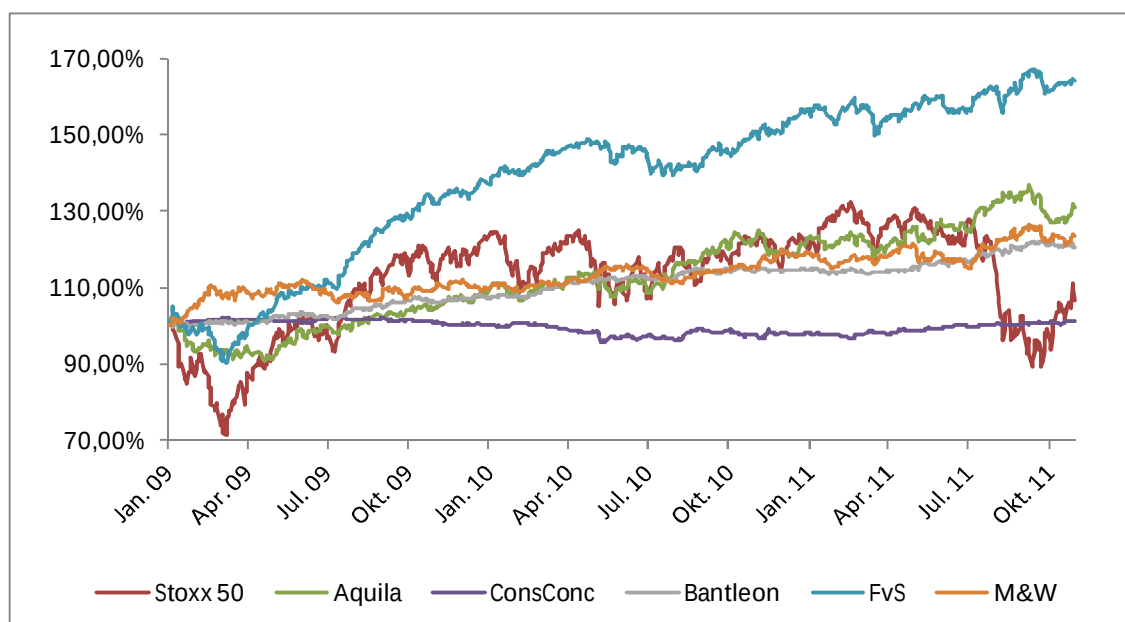


Tabelle 3: Performance

	€ Stoxx	Aquila	ConsConc	Bantleon	FvS	M&W
2009	21,14%	17,68%	0,15%	7,11%	39,51%	9,97%
2010	-5,81%	13,58%	-2,20%	7,06%	14,34%	8,53%
2011 td	-11,05%	6,50%	2,95%	5,28%	4,79%	3,80%
Max Drawdown	-43,25%	-11,58%	-6,61%	-1,93%	-14,99%	-6,87%
Max Drawup	60,76%	45,99%	5,61%	22,52%	76,99%	26,36%

Stand: 31.10.2011

Die nachfolgende Graphik veranschaulicht die jeweiligen Performancepfade über die gesamte Betrachtungsperiode



Das Ertragsverhalten: Betrachtung der Verteilungen

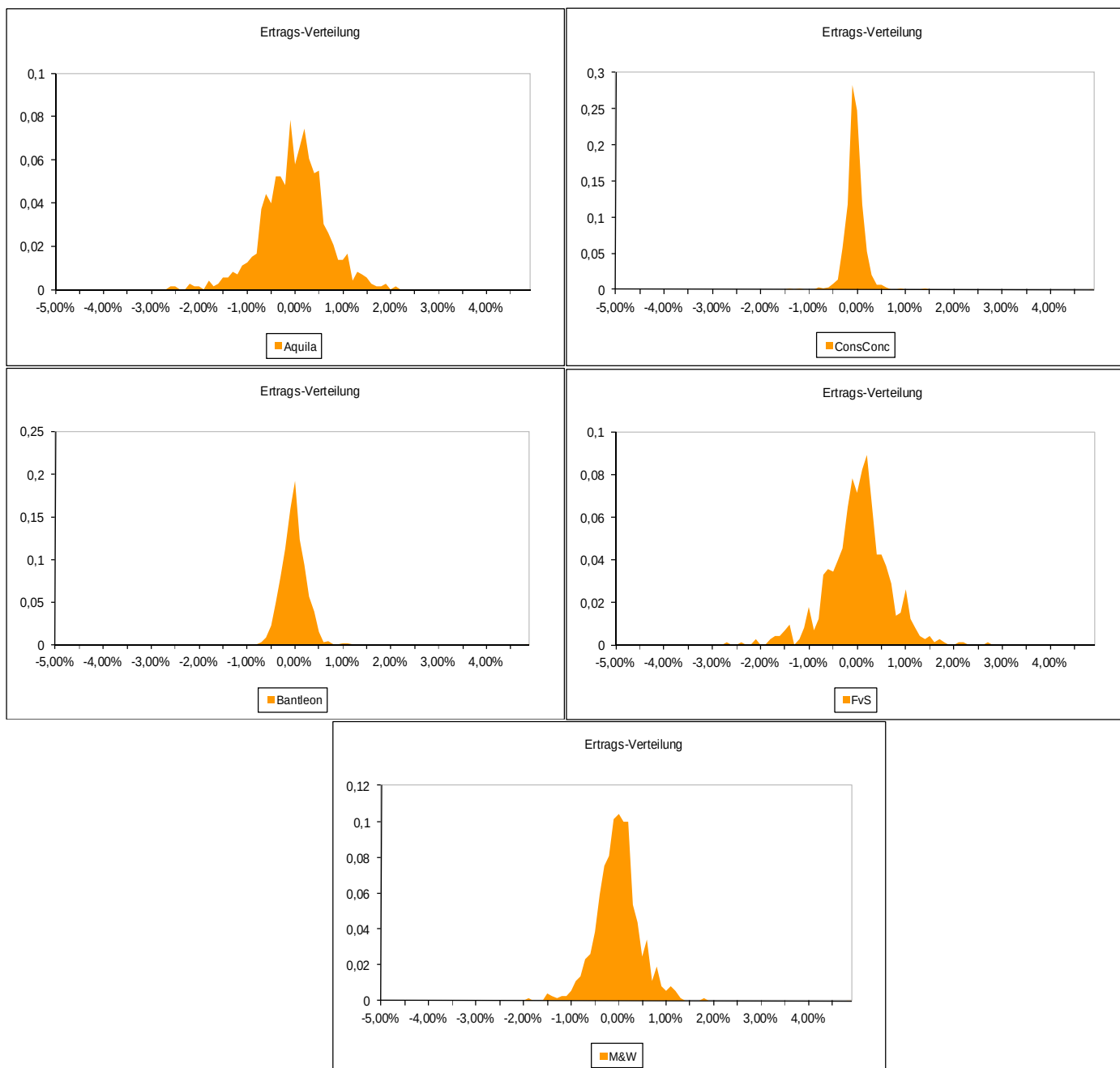
Die Performance, wie auch die Performancepfade sehen für fast alle Fonds recht beeindruckend aus. Interessant ist, dass diese Ertragspfade nicht durch stetig positive Tageserträge erzeugt werden: Alle Fonds weisen lediglich nur leicht mehr als 50% positive tägliche Erträge über die Periode hinweg auf (s. Tabelle 4). Die Qualität der Ertragsbildung zeigt sich im Übergang von täglichen auf monatliche Erträge (hier: Rolling-1-Monatserträge): Der Anteil der positiven Beiträge ist deutlich höher als für tägliche Erträge, was auf eine gewisse Stetigkeit in der Ertragsakkumulation schließen lässt – so sollte es sein. Ebenso liegt der durchschnittliche, annualisierte Tagesertrag wie auch das Alpha gegenüber dem Index deutlich über 0.

Tabelle 4: Ertragspfade

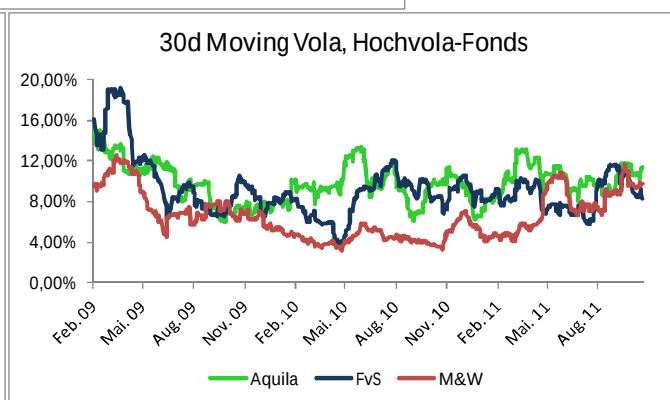
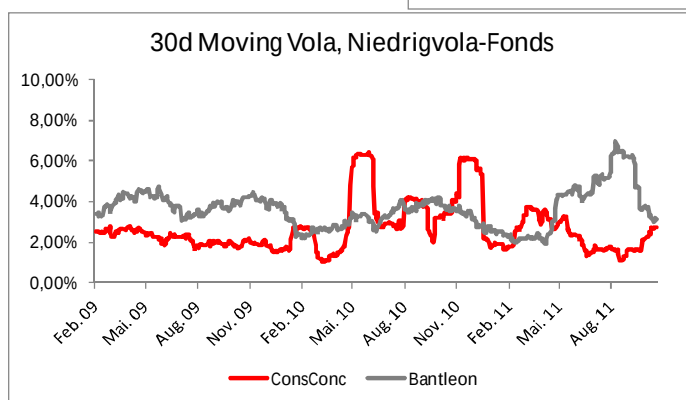
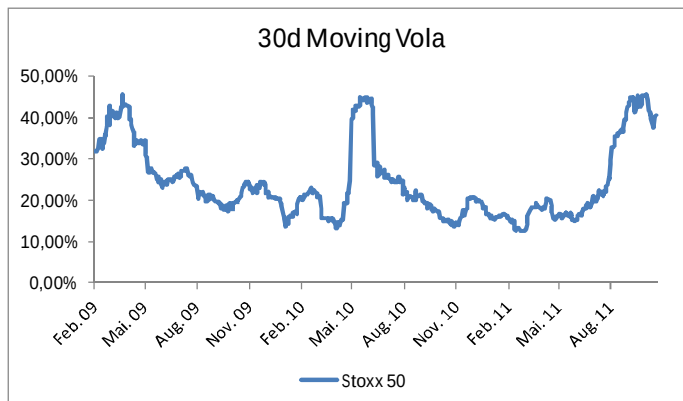
	Aquila	ConsConc	Bantleon	FvS	M&W
Monthly Positive	68,36%	46,01%	73,00%	73,44%	63,57%
Daily Positive	51,74%	45,61%	52,72%	55,51%	52,02%
Mittel (ann.)	10,23%	0,38%	6,75%	19,15%	7,76%
Volatilität	10,16%	2,93%	3,72%	9,74%	6,94%
Schiefe	-25,77%	-0,17%	29,14%	-25,90%	-5,27%
Alpha gg Index	9,47%	0,62%	6,79%	19,08%	7,84%



Die nachfolgenden Graphiken veranschaulichen die Verteilungen der täglichen Erträge. Die Hauptstatistiken (Mittel, Volatilität und Schiefe) sind in Tabelle 4 angegeben. Alle Verteilungen sehen grob betrachtet sehr symmetrisch aus, wobei die Erträge der volatilitätsarmen Fonds ConsConc und Bantleon stark um ihren Mittelwert lokalisiert sind, wohingegen die anderen Fonds ausgeprägtere Tails aufweisen.

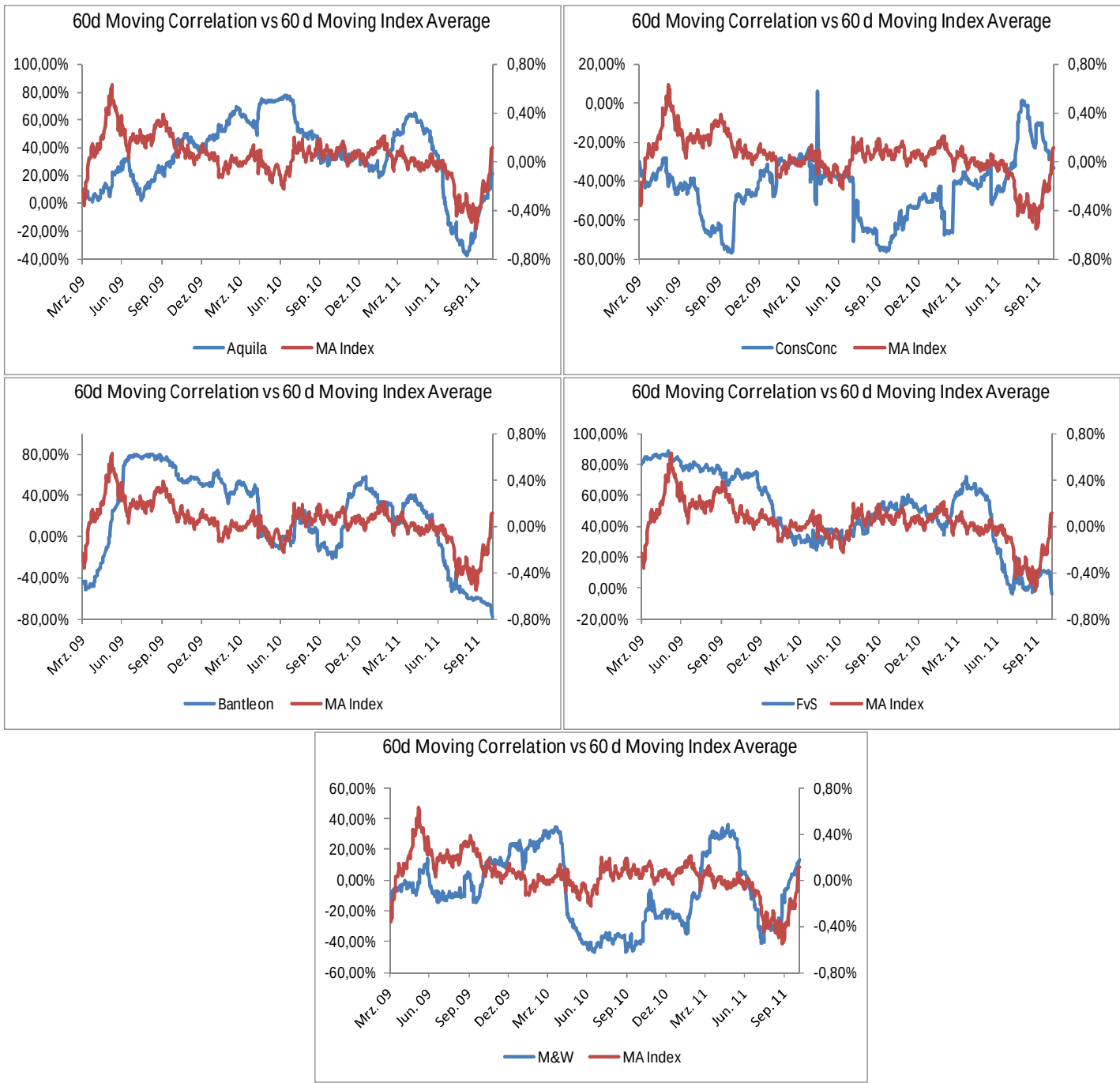


Die rollierenden 30-Tages Volatilitäten der Fonds – bis auf ConsConc – bewegen sich in recht eng beschränkten Bereichen. Die Volatilität des Bantleon- wie auch des M&W Fonds steigen recht deutlich über den jeweils eigenen Kanal während der turbulenten Marktphase im Sommer 2011. Die Volatilitätsentwicklung des Aquila Fonds weist die größte Unabhängigkeit von Marktturbulenzen auf. Die nachfolgende Graphik spaltet die Fonds in zwei Gruppen auf und gibt die Volatilität zu jedem Tag für die 30 Handelstage davor an.



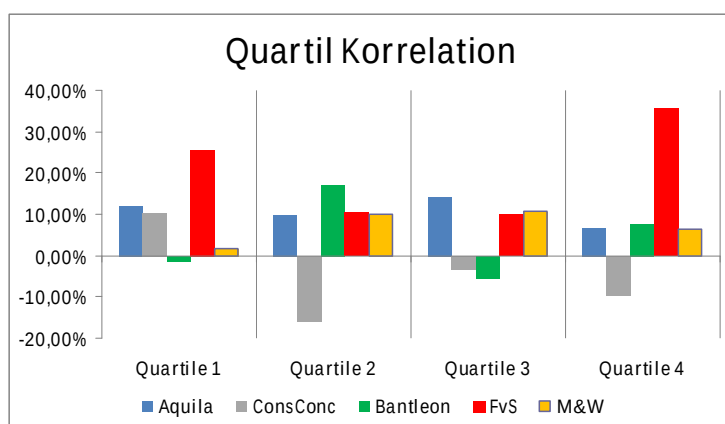
Das Ertragsverhalten: Korrelationsverhalten

Um die „Timing“ Fähigkeiten gegenüber dem Index zu illustrieren, kann man die sich zeitlich verändernde, kurzfristige Korrelation zum Index- und diese Korrelation wiederum vor dem Hintergrund des jeweiligen Marktzustands betrachten. Wir stellen dies in den nachfolgenden Graphiken anhand der rollierenden 60 Tages-Korrelationen zum Index dar (blaue Linie, linke Skala), jeweils vor dem Hintergrund des Marktzustands, stilisiert über den 60-Tages Moving Average des Indexertrages (rote Linie, rechte Skala). Dabei deutet ein paralleler Verlauf auf eine gute Risikosteuerung relativ zum Index bzw. auf gutes Markttiming hin. Grob betrachtet: Negative Korrelationen in Phasen negativer Indexerträge erzeugen positive Renditen und umgekehrt. Natürlich ist diese Kurzanalyse sehr grob und vereinfacht, die Fondserträge stellen sich aus mehreren Risikofaktoren, nicht nur dem Index, zusammen. Sie gibt aber eine gewisse Indikation für die Timing Fähigkeit relativ zur allgemeinen Marktentwicklung wider. Eine tiefere Analyse würde neben dem Index andere Risikofaktoren berücksichtigen und diese nach Erklärungsfähigkeit der Fondserträge durch die verschiedenen Risikofaktoren gewichten. Das wiederum würde den Rahmen dieses Reports übersteigen.





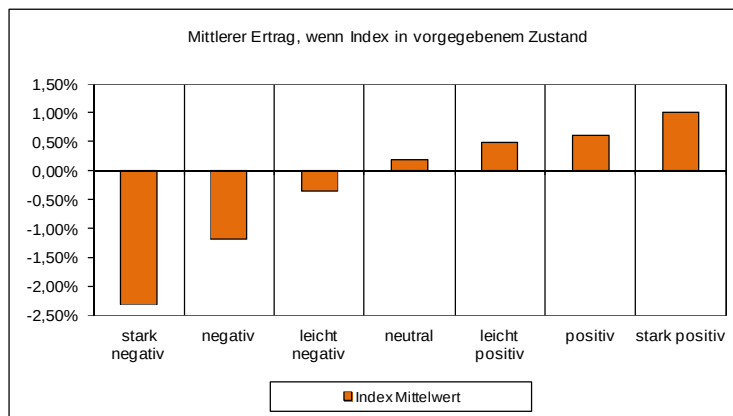
Die letzte Korrelationsbetrachtung soll die Abhängigkeit der Korrelation vom vorherrschenden Marktregime näher beleuchten. Dabei werden die Korrelationen über die verschiedenen Quartile der Indexverteilung betrachtet: Das 1. Quartil reflektiert dabei die Tage mit den niedrigsten 25% der Indexerträge, das 2. Quartil die nächsthöheren 25% der Indexerträge, usw. Die Quartil-Korrelationen mit dem 1., respektive. 4. Quartil stellen erweiterte Tail Korrelationen dar – wirkliche Tail Korrelation würde man mit kleineren (e.g. 10% respektive 90% Quantilen) darstellen. Wünschenswert wären negative Korrelationen für die unteren-, positive Korrelationen für die oberen Quartile. Der FvS Fonds weist dabei die höchsten Korrelationen in den Tail Quartilen auf. Zumindest aber ist die Korrelation im 4.Quartil höher als im 1. Quartil. ConsConc weist zwar negative Korrelation im 2. Quartil auf, allerdings auch negative Korrelationen in den oberen Quartilen. Insgesamt sind alle Korrelationen recht niedrig.



Bemerkung: Unterschiedliche Settlementzeitpunkte können in der Betrachtung von Korrelationen auf Tagesbasis erhebliche Verzerrungen hervorrufen. Aus diesem Grund werden die Korrelationsdaten einem Plausibilitätstest unterzogen und evtl. mit einer Lag-Glättung versehen.

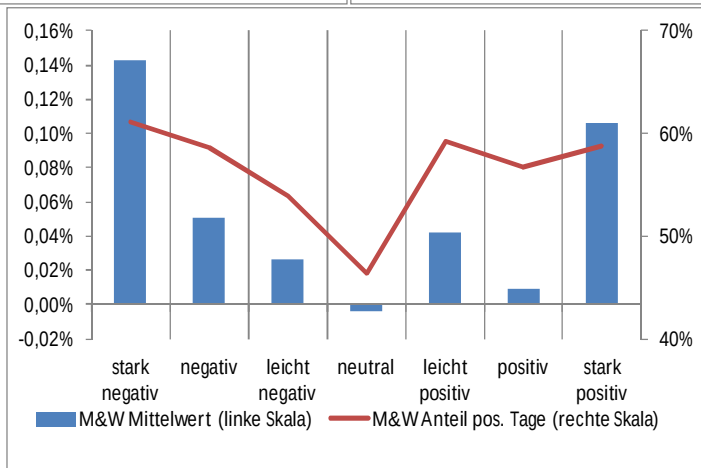
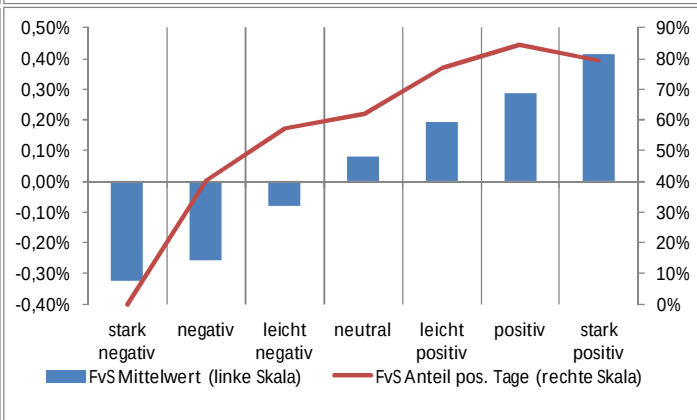
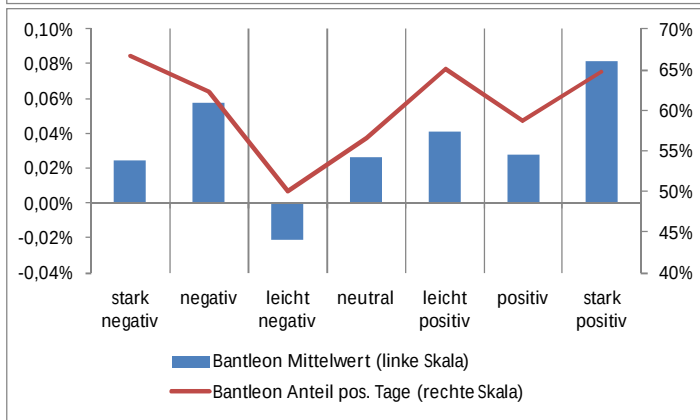
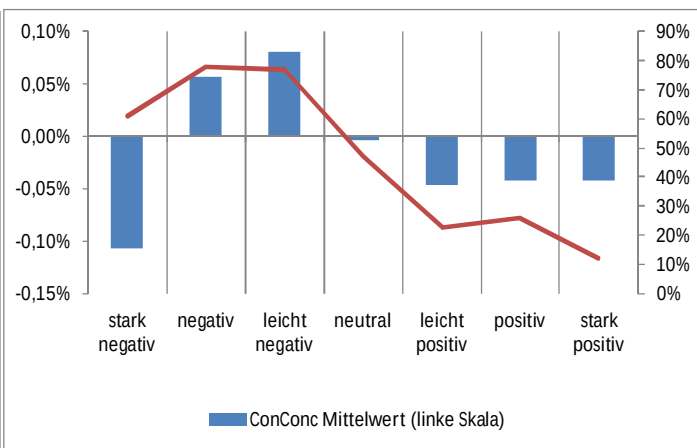
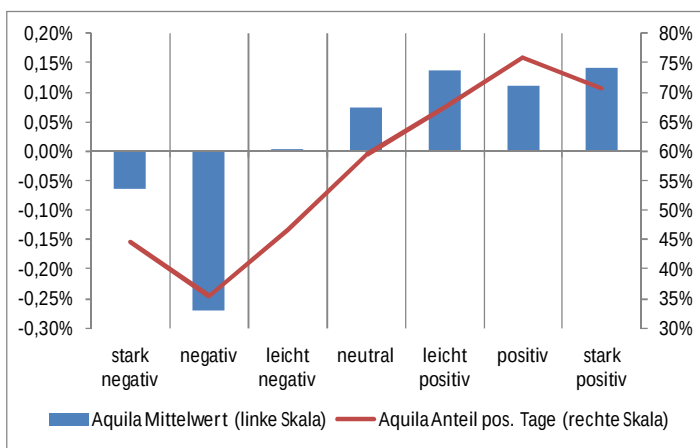
Das Ertragsverhalten: Regimeabhängiges Verhalten

Korrelationen in den verschiedenen Ausprägungen geben einen ersten, groben Eindruck der Abhängigkeit bzw. Ähnlichkeit zum Index. Um aber Abhängigkeiten detaillierter zu beschreiben und auch relative Stärke- und Schwächephasen zu charakterisieren wollen wir das Ertragsverhalten der Fonds in verschiedenen Marktzuständen genauer betrachten. Dazu partitionieren wir die Historie gemäß verschiedener Indexzustände und betrachten das Ertragsverhalten der Fonds zustandsbezogen. Konkret unterscheiden wir sieben Indexzustände: „stark negativ“, „negativ“, „leicht negativ“, „neutral“, „leicht positiv“, „positiv“ und „stark positiv“. Die Klassifizierung erfolgt über entsprechende Quantilzugehörigkeit der wöchentlichen Indexerträge. Die erste Graphik gibt den durchschnittlichen Tagesertrag des Index in den jeweiligen Indexzuständen an. Zu erkennen ist dabei z.B., dass der durchschnittliche Indexertrag in „stark negativen“ Indexzuständen absolut deutlich höher ist als der durchschnittliche Indexertrag in „stark positiven“ Zuständen.



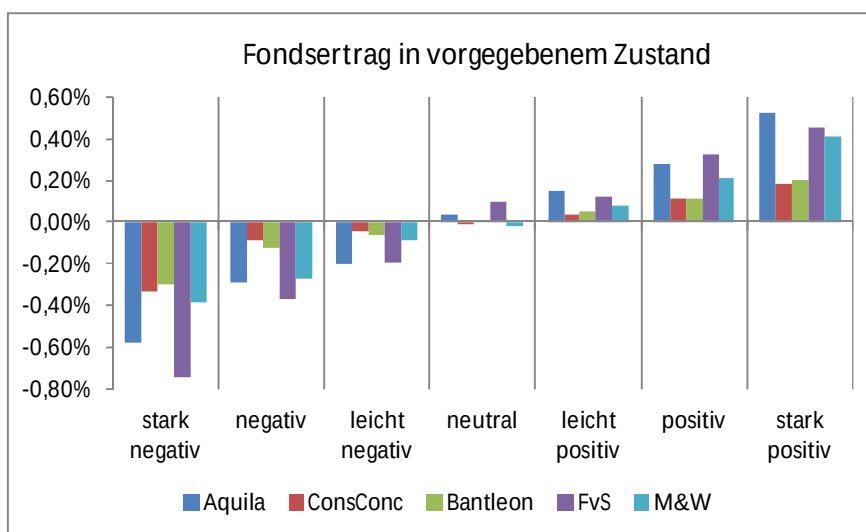


Die folgenden Graphiken illustrieren nun den durchschnittlichen, täglichen Fondsertrag in den jeweiligen Indexzuständen (blaue Balken, linke Skala). Ebenfalls aufgeführt ist der prozentuale Anteil positiver Fondserträge in den jeweiligen Indexzuständen (rote Linie, linke Skala). Aquila erzielt positive Erträge in den Zustandsphasen „leicht negativ“ bis „stark positiv“, allerdings deutlich negative Erträge in der „negativ“ Index-Phase. Der ConcCons Fonds erzielt den höchsten Durchschnittsertrag in der „leicht negativ“ Phase, aber durchweg negative Erträge in den positiven Indexzuständen und weist damit eher Charakteristika eines Short Fonds auf. Fast durchweg positive Erträge erzielen der Bantleon- und der M&W Fonds mit jeweils hohem Anteil an positiven Tagen. Der FvS Fonds weist in dieser Darstellung eindeutig einen Index - „long“ Charakter auf.

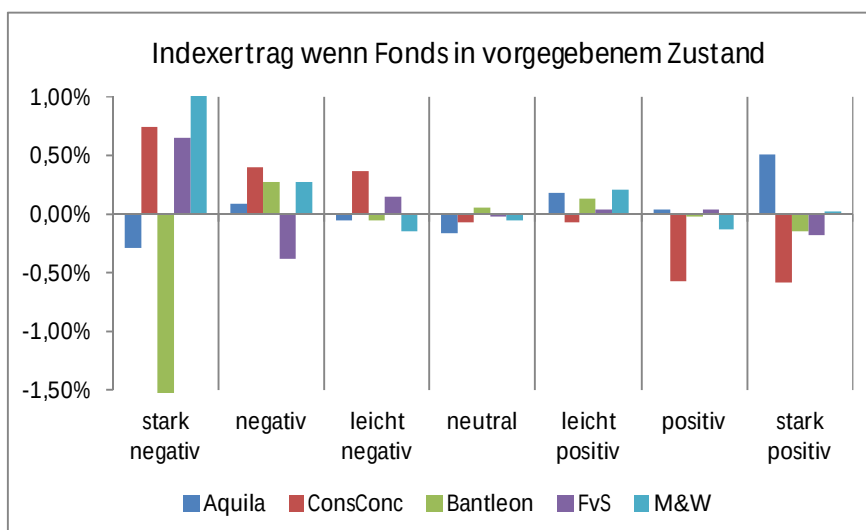




Zuletzt wollen wir beschreiben was die Fonds in verschiedenen, auf eigene Zustände bezogenen Phasen tun, also Antwort auf die Frage geben: Was macht der Fonds, wenn er selbst sich in einer schwachen (z.B. stark negativen) Phase befindet. Die nachfolgende Graphik veranschaulicht die durchschnittlichen Fondserträge wenn sich der jeweilige Fonds in einem der angegebenen Zustände befindet. Man erkennt auch hier die höhere Volatilität der Fonds von Aquila, FvS und M&W. Für alle Fonds, bis auf M&W gilt: Wenn der Fonds sich in einer sehr schlechten Phase befindet verliert er mehr als er gewinnt, wenn er sich in einer sehr positiven Phase befindet.



Die folgende Graphik zeigt den durchschnittlichen Indexertrag an, wenn sich der Fonds in einem der angegebenen Zustände befindet. So verliert der Index sehr viel (-1,5%) in der Zeit in der sich der Bantleon Fonds in seiner schwächsten Phase befindet, wohingegen die beiden stärksten Phasen des ConsConc Fonds einhergehen mit moderat negativen Indexerträgen. Es fällt auf, daß der Indexertrag positiv ist, während drei Fonds ihre jeweils schwächsten Phasen haben.





Fazit

Fast alle der betrachteten Fonds weisen nicht nur im August/September 2011 sondern auch über die gesamte Beobachtungsperiode ein sehr ansprechendes Performanceverhalten auf. Die zwischenzeitlich stets auftretenden Drawdowns entsprechen den zu erwarteten Fluktuationen vor dem Hintergrund der jeweils erzielten Erträge. In manchen Fällen sind die Drawdowns sogar auffallend niedrig. Der FvS Fonds erzielt den höchsten Gesamtertrag der Gruppe, weist aber insgesamt mit der Marktumgebung einhergehende Entwicklung auf: Der Fonds läuft gut, wenn der Markt gut läuft, er läuft (relativ gesehen) weniger gut, wenn der Markt weniger gut läuft. Der M&W glänzt insbesondere in beidseitigen Index-Tail-Phasen. Der Bantleon Fonds schneidet insgesamt am besten ab, wenn man eine möglichst gleichförmige Verteilung der Ertragsakkumulation über die verschiedenen Marktzustände als Ziel vorgibt. Ebenfalls fällt der Fonds durch seine geringe Schwankungsbreite, insbesondere zur Negativseite hin auf. Allerdings besitzt der Bantleon Fonds eine sehr hohe Rentenquote, was in der betrachteten Periode einen guten Teil der Performance erklären könnte – dies müsste einer weiteren Analyse unterzogen werden, welche nicht Gegenstand dieses Reports ist. Die Optionsstrategie des ConsCon Fonds fällt gegen die anderen Fonds etwas ab. Dies ist wohl der extremen Volatilitätsentwicklung während der Periode geschuldet: Die Strategie tut sich in Phasen deutlich fallender Volatilität (2009-2010) schwer. Besser läuft es dagegen in Phasen steigender bzw. hoher Volatilität (2008 & 2011). Der Fonds weist damit Charakteristika eines Short-Bias Fonds auf.

Datenquellen: Bloomberg, L.P., eigene Berechnungen, Reuters, Market Watch

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