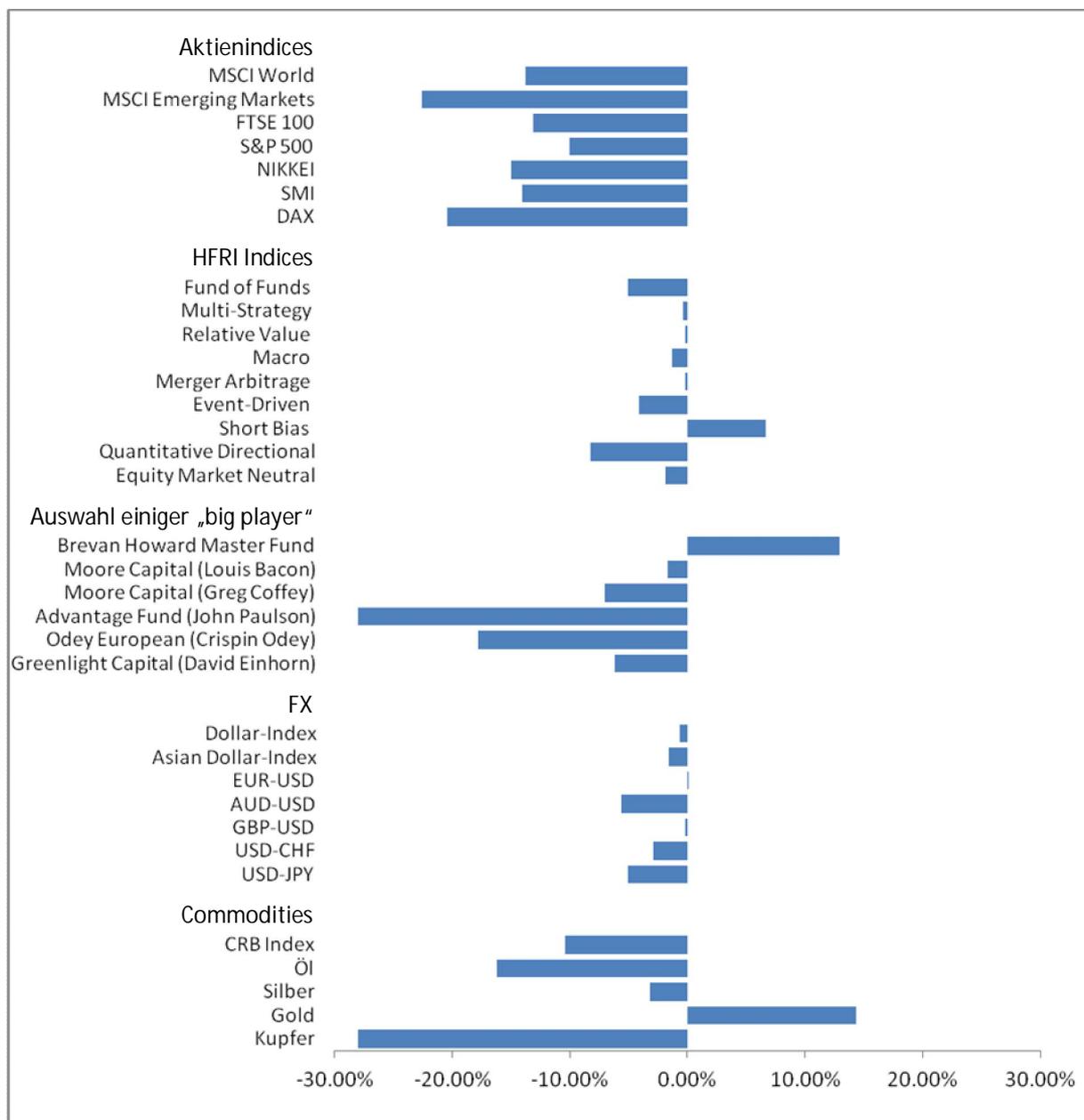
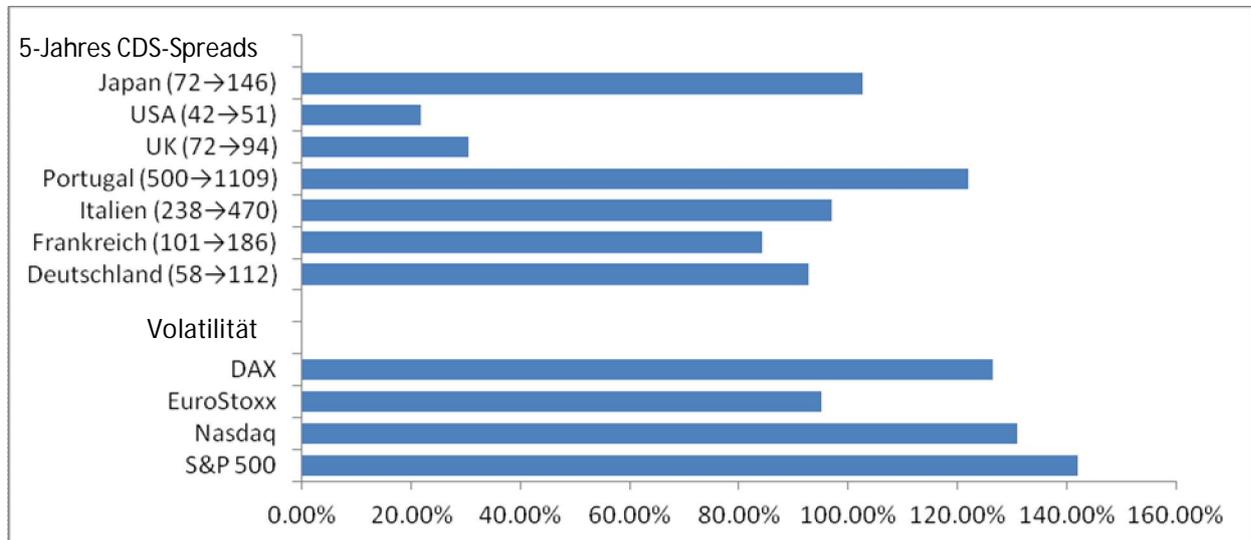




- Market Snapshot: Einbruch über fast alle Risiko Faktoren
- Betrachtung von Volatilität als Asset Klasse: Nicht so einfach wie es aussieht
- Absolute Return oder doch nur Beta? Die alte aber immer wieder aktuelle Frage. Im analytischen Fokus: Optionsstrategien

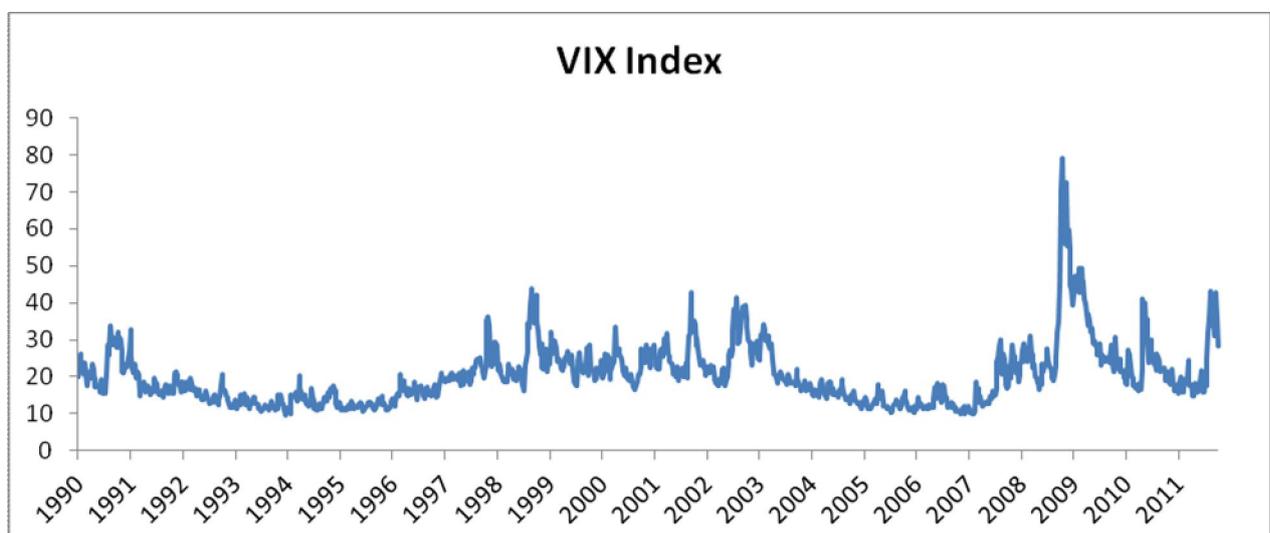
Märkte brechen ein – Volatilität explodiert - Market Snapshot YTD per Ende September 2011





### Volatilität als Asset Klasse

Das Jahr 2011 galt am Kapitalmarkt bereits recht früh als ein verlorenes Jahr. Zumindest ist es, wie sich nach Betrachtung der unterschiedlichen Märkte feststellen lässt, ein Jahr in welchem es bisher äußerst schwer war, positive Wertentwicklung zu generieren. Nahezu alle Asset Klassen hatten erhebliche Schwierigkeiten ihren Performanceerwartungen gerecht zu werden. Darüber hinaus ist seit der Kreditkrise das Korrelationsniveau zwischen den Märkten stark gestiegen, man spricht in der Charakterisierung der Marktstimmung lediglich noch von „Risk on“ bzw. „Risk off“ und damit ist für die fast alle Märkte auch klar in welche Richtung es geht - je nach Zugehörigkeit zur On- oder Off-Klasse. Diversifikationseffekte greifen in einer solchen Umgebung nicht mehr. Marktphasen mit extremen Intraday-Bewegungen von bis zu 9% für Aktienindices führten zu einer explosionsartigen Entwicklung bei den Volatilitäten in nahezu allen Asset Klassen. Diese rückt somit wieder verstärkt in den Anlagehorizont von Investoren, der Wunsch nach Volatilität als Asset Klasse bzw. diversifizierender Risikofaktor ist einmal mehr äußerst präsent. Die Problematik bei Volatilität ist die schwierige Prognostizierbarkeit sowie der Mangel an handelbaren Produkten. Ein Blick auf den langjährigen Chart des S&P500 Volatilitätsindex (VIX) verdeutlicht die extremen Spikes und die darauf recht schnell einsetzende „mean reversion“.

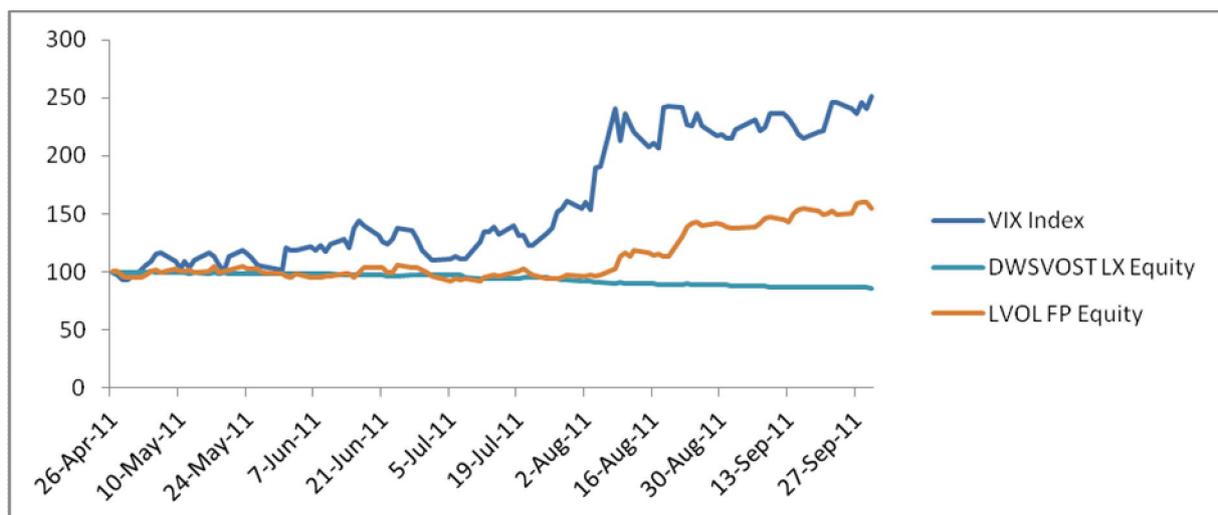




Es sind gerade diese beiden Aspekte eines Volatilitätsverlaufs, die „break outs“ wie auch die „mean reversion“, welche aufgrund ihrer verlässlichen Wiederkehr den Anschein leichter Handelbarkeit von Volatilität erwecken. Allerdings ist es äußerst schwer, das korrekte Timing für diese Aspekte zu finden. Gängige Modelle zur Modellierung von Volatilitätszeitreihen, wie z.B. GARCH, eignen sich zur Bewertung von Derivaten aber nur bedingt für die Volatilitätsprognose.

### Die unterschiedlichen Volatilitätsprodukte und ihre Probleme

Der zweite genannte Punkt ist der Mangel an liquiden, handelbaren Instrumenten. Um Volatilität zu handeln, kann man auf Futures, ETF's, Variance Swaps, Optionen oder aktiv gemanagte Strategien zurück greifen. Allesamt bieten diese aber nur unzureichende Möglichkeiten, um Volatilität eins zu eins abzubilden. Die folgende Grafik (S&P500 Vola gg. Lyxor ETF und DWS Vola-Fonds) verdeutlicht die gravierenden Abweichungen, welche bereits ein reiner Volatilitäts-Index Tracker (Lyxor ETF) wie auch ein aktiv verwalteter Fonds mit Zielsetzung Volatilitätshandel (DWS) zum Volatilitätsindex (VIX) haben.



Grund für den Performanceverlust beim erst kürzlich aufgelegten Lyxor ETF sind die anfallende Verwaltungsgebühr von 0.70% und die Rollverluste, welche über die Replikation von Futures auftreten.

Ähnlich wie bei Rohstoff-Futures weisen Volatilitäts-Futures eine Laufzeitenstruktur auf, welche i.A. die „offensichtliche“ Meinung bereits vorwegnehmen (s. folgende Tabelle 1). Im Allgemeinen weist die Futuresstruktur bei sehr niedrigen Spotvolatilitäten ansteigende Merkmale (siehe Juni 2011) und bei sehr hohen Volatilitäten absteigende Merkmale (siehe Sept 2011) auf. Über Futures bestehende long respektive short Positionen müssen im Laufe der Zeit gegen diese Laufzeitstruktur gerollt werden, mit den aus den Rohstoffmärkten bekannten Rollverlusten gegen die „offensichtlichen“ Meinungen und gegen die vorher genannten Hauptaspekte des Volatilitätsverlaufs. Darüber hinaus ist die Liquidität in den Futures eher limitiert. Over the counter gehandelte Variance Swap orientieren sich in der Preisgestaltung an den Futures-Märkten und weisen hinsichtlich der Rollproblematik ähnliche Nachteile auf.



Tabelle1: Volatilität Spot-Markt gg. Futureskontrakte

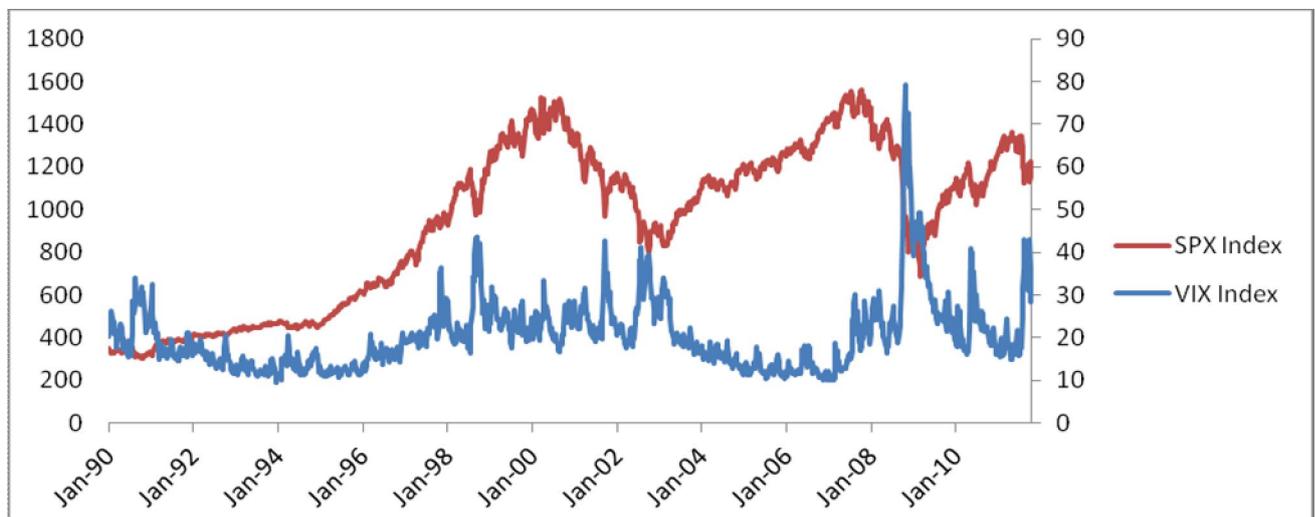
Futures per	Ende Juni	Ende September
<i>VIX spot</i>	16.52	42.96
Monat 1	17.70	42.15
Monat 2	18.75	37.75
Monat 3	20.75	34.80
Monat 4	22.00	35.50
Monat 5	22.55	34.70
Monat 6	22.70	34.25

Aktiv verwaltete Volatilitätsstrategien nutzen in erster Linie Optionsstrategien um Volatilität zu handeln. Allerdings neigen die meisten dieser Strategien dazu Optionen zu schreiben und damit Volatilität short zu sein. In Märkten mit extremen Bewegungen haben diese Strategien Schwierigkeiten die Bewegung des Underlying zu kompensieren.

Nur wenige Strategien variieren die Volatilitäts exponierung im Vorzeichen, sind allerdings i.A. auch nicht in der Lage die Volatilität von der Bewegung des Underlying zu separieren. Die oben im Chart gezeigte Strategie der DWS wurde zufällig als Repräsentant der Volastrategien gewählt und unterscheidet sich in der Performance nur marginal von anderen aktiv verwalteten Strategien.

### Fazit

In Zeiten großer Unsicherheit, wie sie derzeit an den Märkten vorherrscht, wird wieder schnell der Ruf nach einem handelbaren Risiko Faktor oder Index laut, der die Turbulenzen und Unsicherheiten des Marktes direkt übersetzt und widerspiegelt. Volatilität ist eigentlich genau ein solcher Faktor, der Wunsch diesen zu handeln nahezu zwingend. Allerdings, wie die nachfolgende Graphik veranschaulicht, ist der S&P deutlich einfacher zu prognostizieren und zu handeln als der dazugehörige VIX Index, selbst das ist aber schon schwierig genug. Die Defizite des zu Verfügung stehenden Instrumentariums um Volatilität zu handeln leisten ein Übriges, dass sich derzeit kein Produkt auf dem Markt befindet, welches den Erwartungshaltungen der Investoren bezüglich Volatilität als Asset Klasse gerecht werden kann.





### Absolute Return oder doch nur Beta? Einige Optionsstrategien im Fokus

Der wahre Charakter eines Menschen offenbart sich in Stress- und Extremsituationen. Genauso verhält es sich bei Anlagestrategien, insbesondere bei den weniger transparenten Absolute Return Strategien. Wie so häufig nach turbulenten Marktphasen, so ist auch nach den letzten Wochen das Interesse an Strategien angestiegen, welche einen Ertrag ungeachtet der gerade vorherrschenden Marktumgebung erzielen. Das Angebot an Anlagemöglichkeiten, die genau dies versprechen ist in den letzten Jahren stetig, ja sogar beschleunigt gestiegen. Die Frage ist, ob das Vertrauen in die gemachten Versprechen der Zukunft gerechtfertigt ist.

Diverse aktuelle Studien kommen zu dem Schluss, dass der Gesamtmarkt der Absolute Return Strategien gut durch die Krise in Q3-2011 kam und insbesondere die erwartete Abkopplung von den Märkten, wie auch positive asymmetrische Ertragsverteilungen aufwies. Andere Studien kommen zu entgegengesetzten Schlussfolgerungen. Es scheint, dass jede Sympathieausrichtung gegenüber diesem Anlagesegment mit entsprechenden Kennzahlen fundiert werden kann. Den Schluss den wir daraus ziehen ist: Neben den gängigen Kennzahlen benötigt man detailliertere Analysen, um eine abschließende Beurteilung treffen zu können.

Vor diesem Hintergrund wollen wir einige konkrete Beispiele zunächst einmal dahingehend beleuchten - ohne auf die gängigen Kennzahlen zurückzugreifen - inwieweit sich diese Fonds in Ertragsverhalten über verschiedene Marktphasen vom Marktumfeld lösen können.

In unseren Betrachtungen versuchen wir nicht den gesamten Markt aller verfügbaren Absolute Return Strategien anhand einiger weniger Kennzahlen zu beurteilen, sondern im Gegenteil, einige Fonds detailliert zu betrachten. Das Segment auf das wir uns in dieser Ausgabe des *Analytics Insight Report* beschränken ist das der Optionsstrategien, einer unter institutionellen Anlegern seit vielen Jahren sehr populären Strategiekategorie.

#### Optionsstrategien

Aus dem Segment der Optionsstrategien haben wir folgende Fonds, s. Tabelle 2, (willkürlich) ausgewählt und unterziehen diese einer genaueren Analyse. Kriterien für die Auswahl waren u.a. eine Mindestgröße an Assets, ein track record von mindestens 2 Jahren sowie der Handel mit Optionsstrategien auf Aktienindices, um die Vergleichbarkeit zu gewährleisten. Der Betrachtungszeitraum ist zunächst die Periode vom 1. Januar 2009 bzw. Auflegungsdatum des Fonds bis zum 30. September 2011. Daneben wollen wir die Fonds in verschiedenen Marktphasen betrachten und wählen dazu jeweils ein Quartal in welchem der €Stoxx 50 einen starken Aufschwung (Q3 2009), einen starken Abschwung (Q3 2011) sowie eine Seitwärtsphase (Q4 2010) hatte. Diese Quartale sind nicht die einzigen Quartale mit entsprechender Qualifizierung, die Interpretation der Ergebnisse hat vor dem Hintergrund dieser willkürlichen Auswahl zu erfolgen. Die Wahl des Abschwungquartals ist durch die Aktualität gerechtfertigt. Das Ertragsverhalten der Fonds betrachten wir relativ zum €Stoxx50 Index, den wir als Surrogat für den „Markt“ nehmen. Andere Indices mögen für einzelne Fonds relevanter sein oder einen höheren Erklärungsgrad erreichen, der €Stoxx50 erschien uns aber als der beste Kompromiss einer Vergleichsbenchmark. Die gestiegene Korrelation unter den Märkten, insbesondere in Tail-Event-Phasen dient als weitere Rechtfertigung lediglich einen Index zu verwenden.

Tabelle 2: Fondsauswahl

Fonds	Manager	Auflage	Volumen (Mio €)*	ISIN	Alias*
Glocap Vega I Equity	Vescore	02.01.2009	126,2	DE000A0RB9R6	Glocap
Absolute Return Plus UI	Robert Beer Investment	28.01.2008	409,98	DE000A0M80V3	Beer
Structure Invest	Lupus Alpha	09.04.2003	61,92	DE000A0HHGD9	Lupus
Independent Invest	Antecedo	28.01.2009	343,88	DE000A0RAD42	Antecedo
Volatility Strategy	Allianz GI	07.04.2009	323,87	LU0417273579	Allianz

\*) per 5.10.1011

\*) in Analyse benutzer Name

Um die Verschiedenheit der Fonds untereinander zu illustrieren bemühen wir den „Strategie Differenzierungs-Index (SDI)“. Dieser misst den Grad der Unterscheidung des jeweiligen Fonds von den anderen Fonds der betrachteten Gruppe und ist insbesondere



dann von Wert, wenn mehrere Fonds aus einer Gruppe unter Diversifikationsgesichtspunkten gewählt werden sollen. Hier ragt der Allianz Fonds als der Fonds heraus, welcher sich am meisten von den anderen Fonds unterscheidet, wohingegen der Antecedo Fonds sich am wenigsten von der Gruppe der anderen Fonds unterscheidet.

Tabelle 3: Strategie Differenzierungs Index (SDI):

	Lupus	Antecedo	Allianz	Beer	Glocap
SDI	61%	50%	81%	64%	58%

Die Performancezahlen der Tabelle 4 geben einen Gesamtüberblick über die einzelnen Marktphasen und lassen eine erste Einschätzung bzgl. relative Stärken, Marktrisiko-Ausrichtung wie auch asymmetrisches Ertragsverhalten zu. Im darauf Folgenden werden die einzelnen Marktphasen detailliert betrachtet.

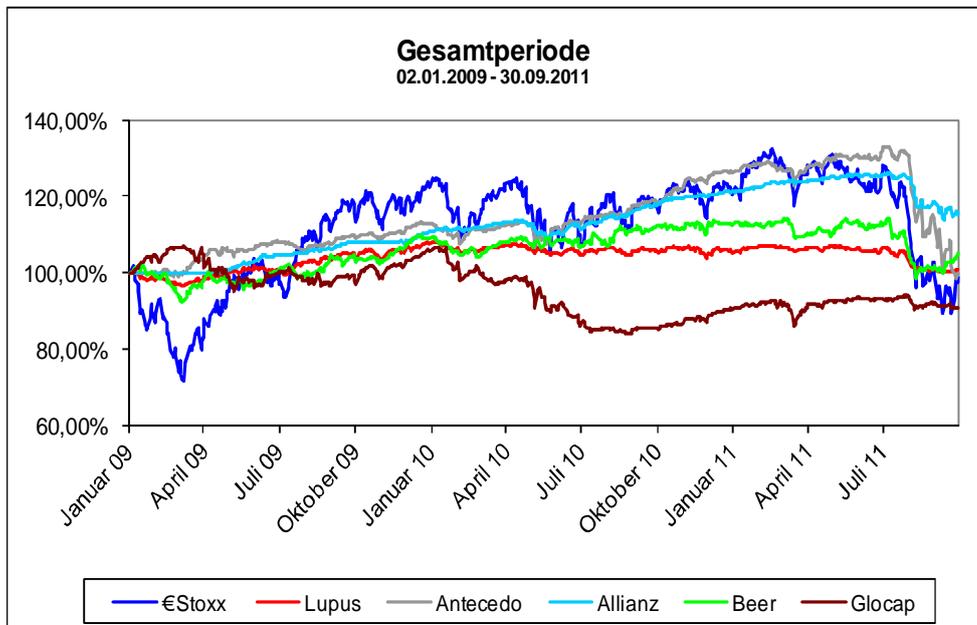
Tabelle 4: Performance

	€ Stoxx	Lupus	Antecedo	Allianz	Beer	Glocap
2010	-5,81%	1,43%	12,13%	9,43%	3,02%	-14,72%
2011 td	-21,44%	-5,82%	-21,92%	-4,42%	-6,33%	0,65%
Aufschwung Q	17,62%	4,08%	1,80%	3,20%	4,13%	-0,72%
Abschwung Q	-23,76%	-5,74%	-25,19%	-7,91%	-6,48%	-2,29%
Seitwärts Q	2,81%	-0,07%	6,66%	2,94%	0,34%	5,82%

Stand: 30. 09.2011

### Performance

Die nachfolgenden Graphiken veranschaulichen die jeweiligen Performance Pfade über die verschiedenen Zeitperioden.



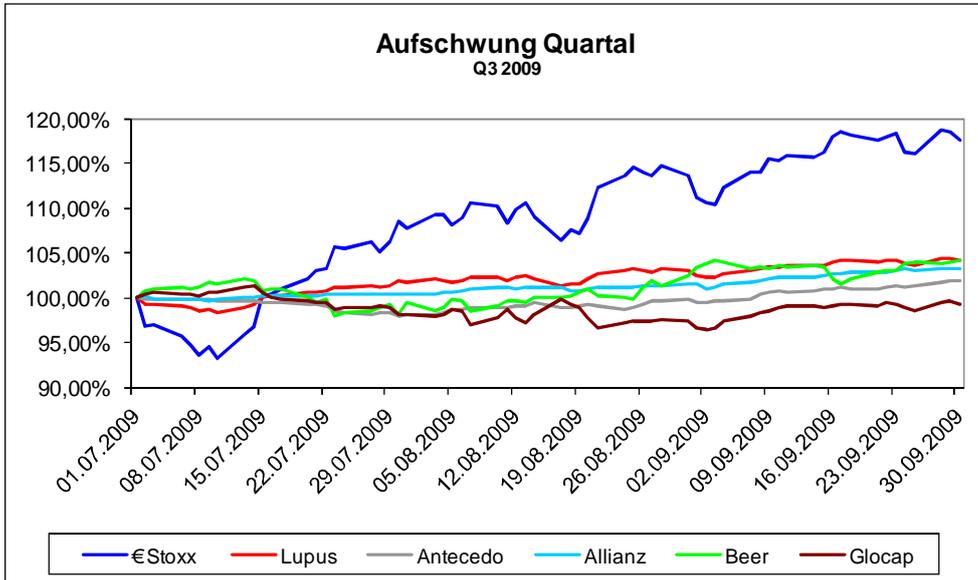
Über die Gesamtperiode hinweg ist die prinzipiell positive Anbindung fast aller Fonds an den Index zu erkennen. Dies ist auch von Optionsfonds die im Wesentlichen programmatisch vorgehen, zu erwarten. Dabei folgen Antecedo, Allianz und Beer dem Indexmuster am deutlichsten, Lupus wirkt dagegen sehr konservativ. Lediglich Glocap weicht phasenweise recht deutlich vom Indexmuster ab (z.B. Frühjahr09 & Sommer10), entspricht aber dem Muster in anderen Phasen (z.B. im Jahr 2011) – dies deutet auf Ausdruck eigener Richtungsmeinung als wesentliche Performancekomponente hin, wohingegen die anderen Fonds eher ein Optionsprogramm ohne größere Betonung eigener Richtungsmeinung auszuführen scheinen.



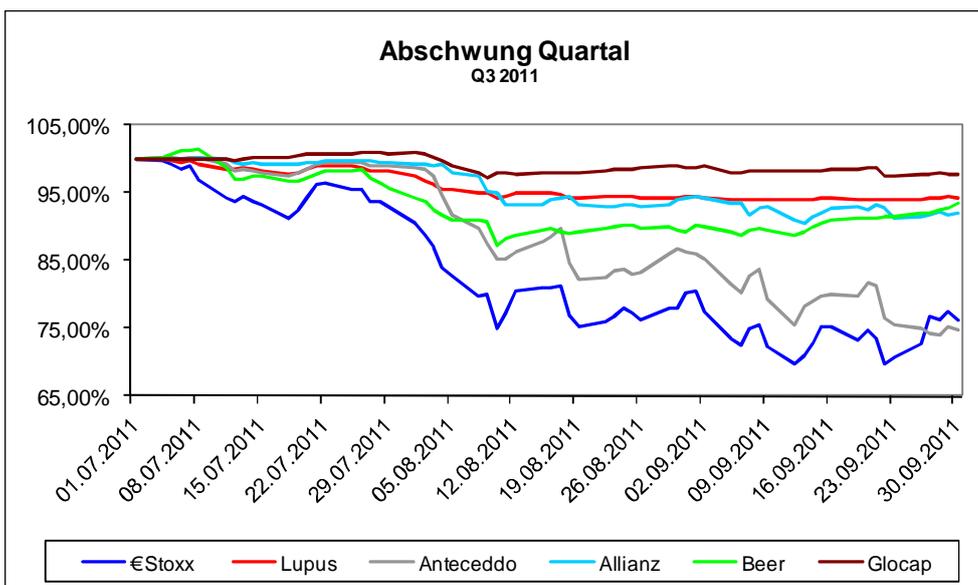
# Absolute World

## Analytics Insight Report

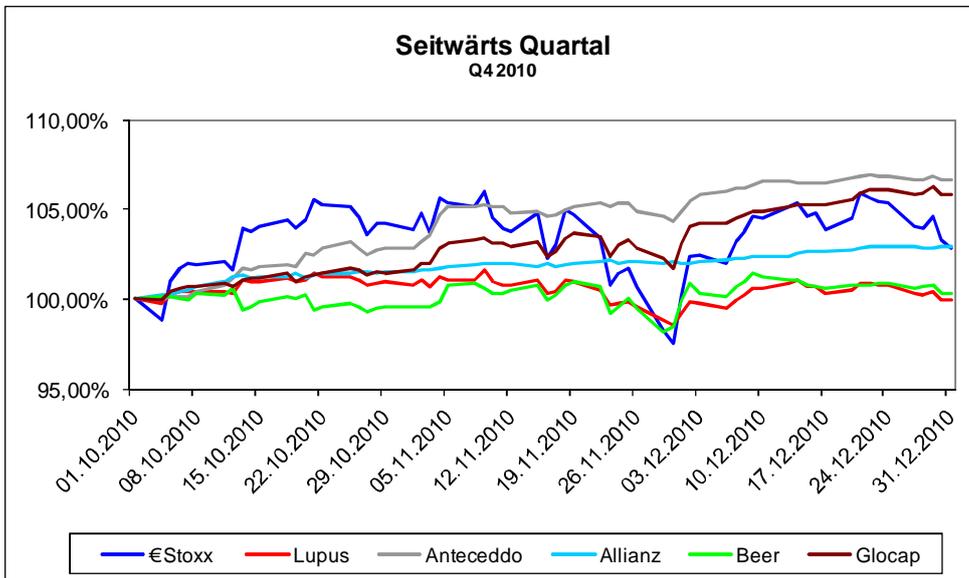
Oktober 2011



Während des gewählten Aufschwungquartals weisen wiederum alle Fonds bis auf Glocap das zu erwartende Muster von typischen Optionsstrategien mit geschriebenen Optionen als wesentlichen Ertragsbestandteil auf: Positive Indexanbindung, allerdings deutlich weniger Ertrag aufgrund der geringeren Exponierung dem Index gegenüber.



Deutliche Performanceunterschiede sind über das gewählte Abschwung Quartal hinweg ersichtlich: Antecedo und Allianz entsprechen dabei am ehesten dem Index. Allianz folgt dabei dem groben Indextrend mit deutlich verringerter Exponierung, Antecedo verhält sich wie ein Indextracker. Beer kann früher als die anderen Fonds die Drehung nach oben einleiten. Lupus folgt zwar dem Index kann die Verluste aber in etwa auf -5% limitieren. Glocap zeichnet zwar den negativen Bias des Quartals nach, aber mit den geringsten Verlusten. Insgesamt kann man sagen, dass keiner der Fonds sich dem negativen Trend entzieht, die unterschiedliche Risikoausrichtung und der Umgang damit tritt sichtlich hervor.

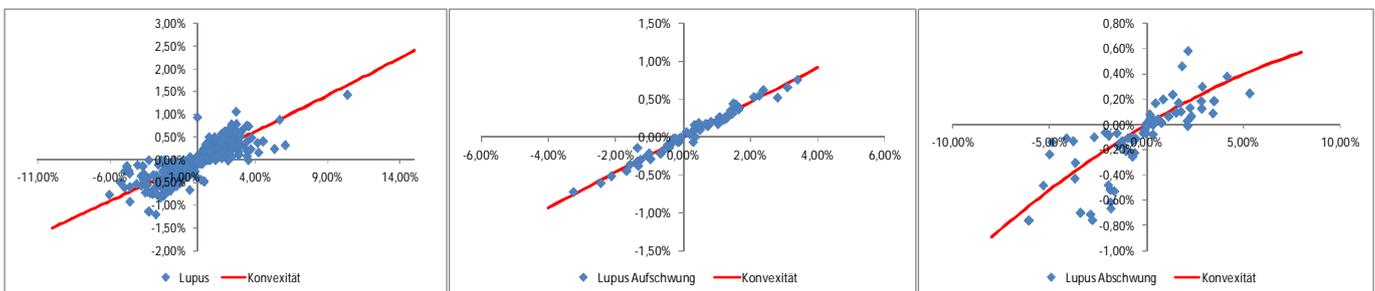


In dem Seitwärtsquartal sollten Optionsstrategien mit Schreibcharakter ihre Stärken ausspielen können. Dieses Marktumfeld in eine relativ stetige Ertragsdrift zu übersetzen gelingt Antecedd, Beer wie auch Allianz, wobei die unterschiedliche Risikoausrichtung und Aggressivität Performanceunterschiede erklärt. Beer und Lupus tendieren in dieser Phase „nur“ seitwärts.

Eines unserer Hauptanliegen in diesem Report ist es die Fähigkeit der Fonds zu verdeutlichen, sich vom Marktgeschehen loszulösen und so ihrem Namen Absolute Return gerecht zu werden. Wir werden dies über mehrere Verfahren veranschaulichen, wobei verschiedene Perspektiven die gewonnenen Erkenntnisse verstärken und bestätigen sollen.

### Indexanbindung und Konvexität

Die nachfolgenden Scatter Plots illustrieren die Tagesveränderungen der Fonds gegenüber den Tagesveränderungen des Index. Interessant sind hierbei die Ausrichtung – noch oben gerichtet bedeutet positives Indexbeta –, wie auch die Streuung des Punktehaufens und der Anteil im unteren, negativen Bereich (Quadrant unten links). Ein kreisförmiger Punktehaufen deutet dabei auf eine, vom Index losgelöste Ertragsentwicklung hin. Mit in der Graphik aufgeführt ist die Konvexität der Fonds-Tagesveränderungen relativ zu den Index-Tagesveränderungen (nicht absolute Konvexität) – ein Indiz für asymmetrisch ausgerichtetes Ertragsverhalten, relativ zum Index. Typisch für Optionsschreibstrategien wäre negative Konvexität, insbesondere in der Abschwungphase.



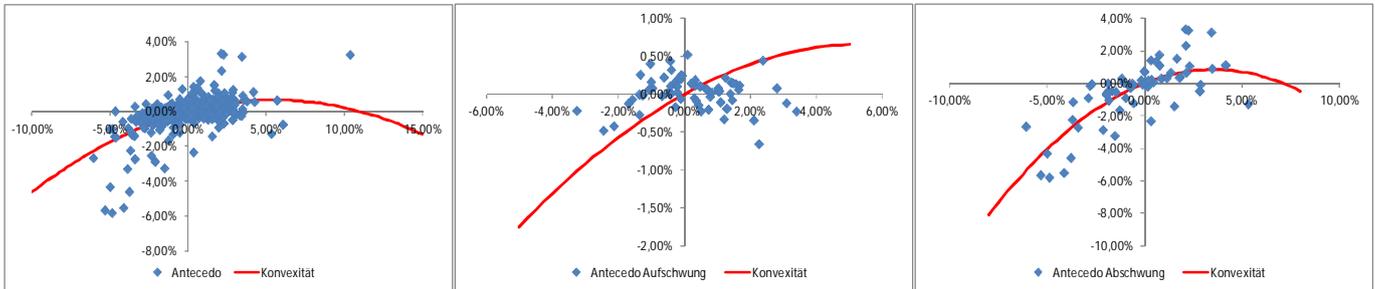
Die Punktwolke des Lupus Fonds weist einen sehr linearen Charakter mit geringer Streubreite auf. Der lineare Zusammenhang verdichtet sich in der Aufschwungphase, in der Abschwungphase wird das Verhältnis negativ konvex, was ein typischer Ausdruck der Schreibelemente eines Optionsportfolios ist. Insgesamt deuten die Graphiken für Lupus auf einen hohen Erklärungsgrad und auf eine einfache Replikation durch den Index hin.



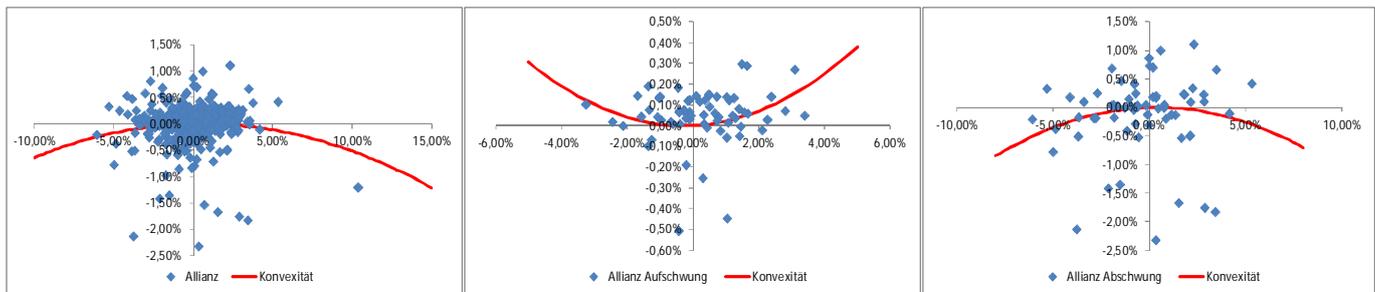
# Absolute World

## Analytics Insight Report

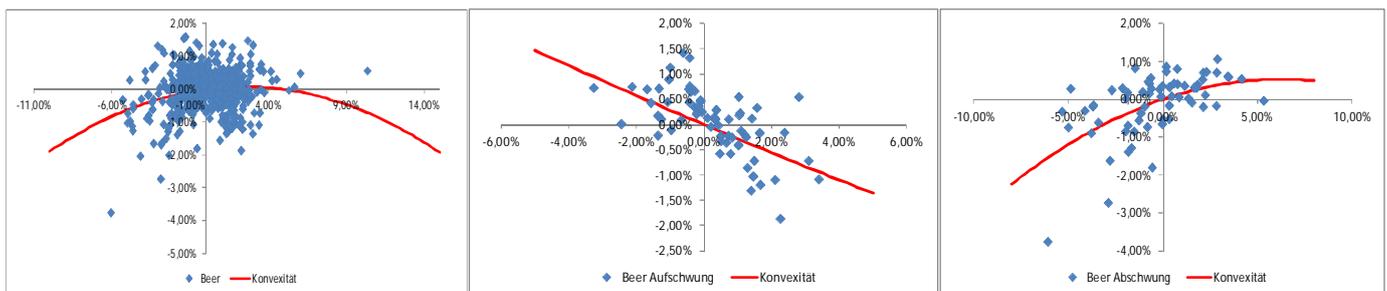
Oktober 2011



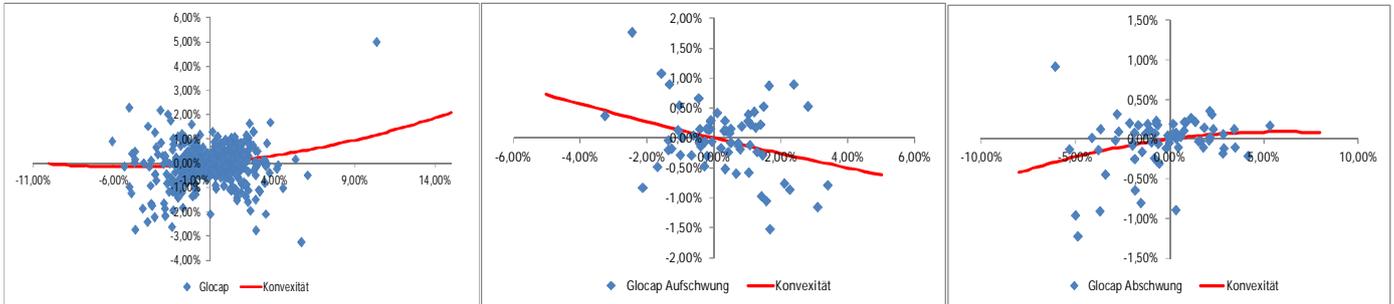
Antecedo weist über alle, bis auf stark negative Phasen, eine differenziertere Ausrichtung gegenüber dem Index auf. Die Konvexität relativ zum Index ist stets negativ und in der Abschwungphase stark ausgeprägt. Dies ist Ausdruck einer recht aggressiven Schreibkomponente.



Die Punktwolke von Allianz ist in allen Phasen gut gestreut und kreisförmig was eine geringe Indexanbindung belegt. Die Konvexität ist leicht negativ, in der Aufschwungphase sogar positiv.



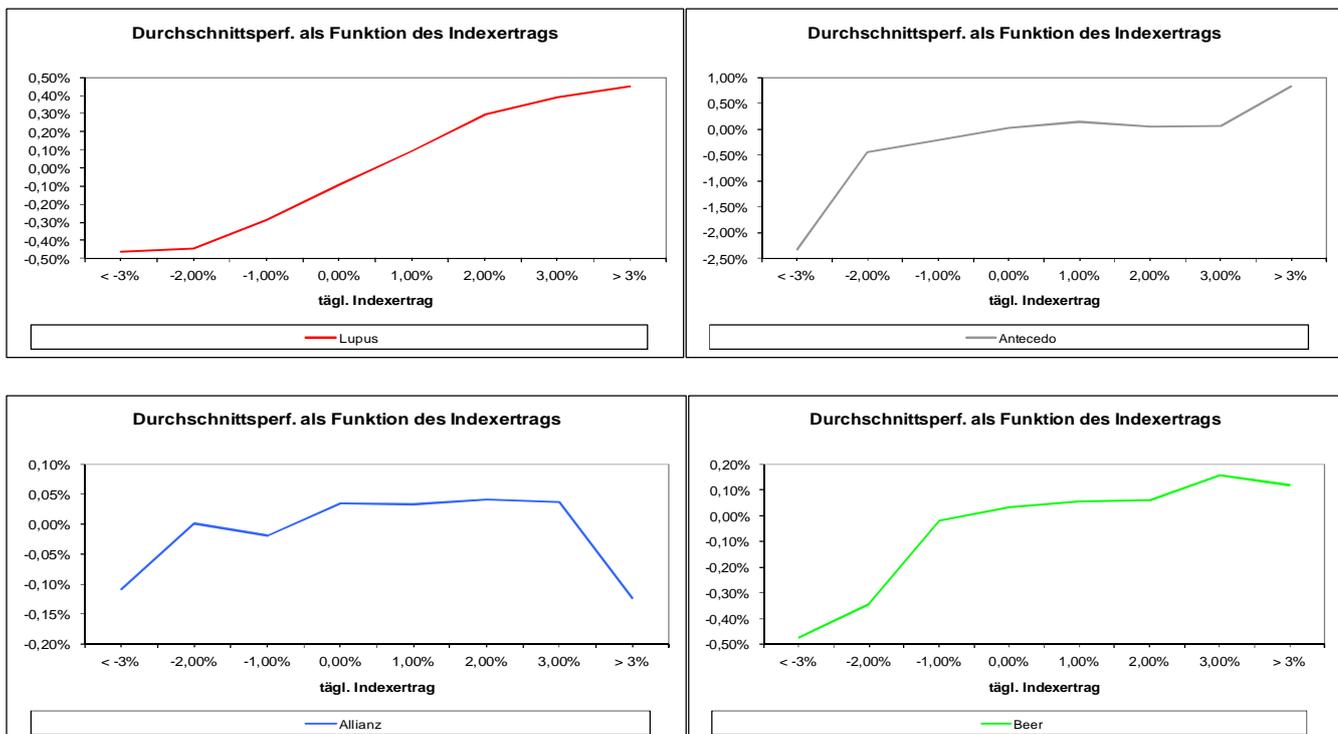
Der Beer Fonds weist im Gesamtbild ebenfalls eine fast kreisförmig ausgebildete Punktwolke auf, wobei die Indexanbindung in der gewählten Aufschwungphase negativ und deutlich linearer, in der Abschwungphase positive mit negativer Konvexität erscheint.

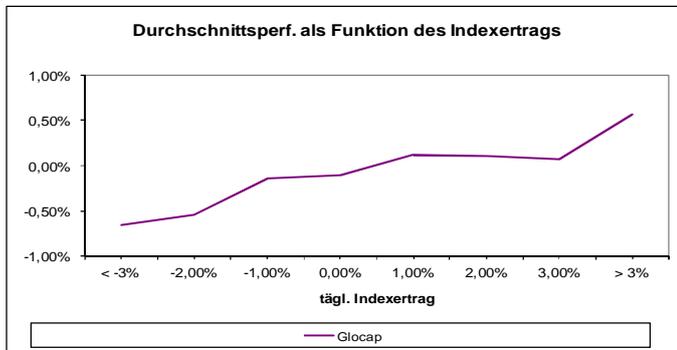


Glocap weist ähnlich dem Beer Fonds eine fast kreisförmig ausgebildete Punktelcke mit positiver Konvexität relativ zum Index in der Gesamtphase auf. Wie auch bei dem Beer Fonds wird die Ausrichtung zum Index linearer und negativ in der Aufschwungphase, sowie negativ konvex und schwach positiv in der Abschwungphase.

### Die Grob-Struktur der Fonds

Die nachfolgenden Graphiken illustrieren den durchschnittlichen täglichen Fondsertrag als Funktion des täglichen Indexertrages, jeweils über die Gesamtperiode hinweg. Veranschaulicht wird darin die Grobstruktur der jeweiligen Strategie relativ zum Index: Würde ein Fonds nichts anderes als Put Optionen auf den Index schreiben, würde die entsprechende Graphik dem Payout Diagram einer Put Option per Verfall ähneln. Eine nach oben gerichtete Gerade deutet dabei auf eine positive Indexanbindung. Limitiertes downside Risiko würde sich in einer nach links abflachenden Geraden widerspiegeln. Lupus, Beer und Glocap weisen diese Abflachung der Geraden in den negativen Bereichen auf, wohingegen Antecedo und Allianz die Verluste im negativen Bereich beschleunigen, was auf ins Geld laufende und nicht vollständig gesicherte, geschriebene Put Optionen hinweist. Nach oben weisen Antecedo und Glocap ansteigende Partizipation auf, wohingegen Lupus und Beer ab einem gewissen Grad kaum noch partizipieren, während Allianz sogar deutlich negativ wird.





Mit Ausnahme von Glocap weisen alle Strategien vage Ähnlichkeiten mit den Payoff-Diagrammen von Standard Optionspositionen auf: Lupus ähnelt recht gut einem long Call Spread, Antecedo und Beer weisen eine entfernte Ähnlichkeit mit dem Profil einer geschriebenen Put Option auf und Allianz ähnelt sehr stark einem geschriebenen Straddle. Je mehr diese Diagramme von den reinen Options-Payoff Profilen abweichen, desto mehr bieten die Strategien Diversifikation über die rein statischen Optionspositionen hinaus. Am Verhalten für negative Indexerträge ist auch die Effizienz evtl. durchgeführter Absicherungsstrategien abzulesen.

### Risikoexponierung und Replizierbarkeit durch den Index

Für ein tieferes Verständnis der Indexanbindung der verschiedenen Strategien sind zwei Aspekte wesentlich: Zum Einen die Exponierung gegenüber dem Markt/Index, zum Anderen der Grad der Erklärbarkeit der Fondsperformance durch den Index. Während diese Aspekte rein qualitativ bereits aus den vorigen Graphiken gewonnen werden können, wird die Exponierung immer noch am effizientesten durch das Beta gegenüber dem Index quantifiziert. Das Beta eines Fonds lässt zunächst lediglich Rückschlüsse auf das durch Indexbewegungen induzierte Risikoverhalten zu. Eine hohe Erklärbarkeit durch den Index bedeutet neben der Tatsache, dass Absolute Return Charakteristika nicht wirklich zum Tragen kommen, insbesondere auch, dass das Ertragsverhalten des Fonds recht einfach durch eine statische, Beta gewichtete Investition in den Index repliziert werden kann. Der Grad der Erklärbarkeit eines Fonds ist durch das „r-square“ der Regression gegen den Index gegeben. Tabelle 5 gibt diese Kennzahlen für die Fonds in den jeweiligen Marktphasen wider.

Tabelle 5: Beta

	Lupus	Antecedo	Allianz	Beer	Glocap
Gesamt Beta	0,15	0,24	0,00	0,06	0,06
r-square	85%	53%	2%	17%	15%
Aufschwung Beta	0,23	0,00	0,02	-0,28	-0,13
r-square	99%	-1%	10%	63%	32%
Abschwung Beta	0,10	0,58	0,03	0,19	0,04
r-square	76%	71%	7%	54%	24%

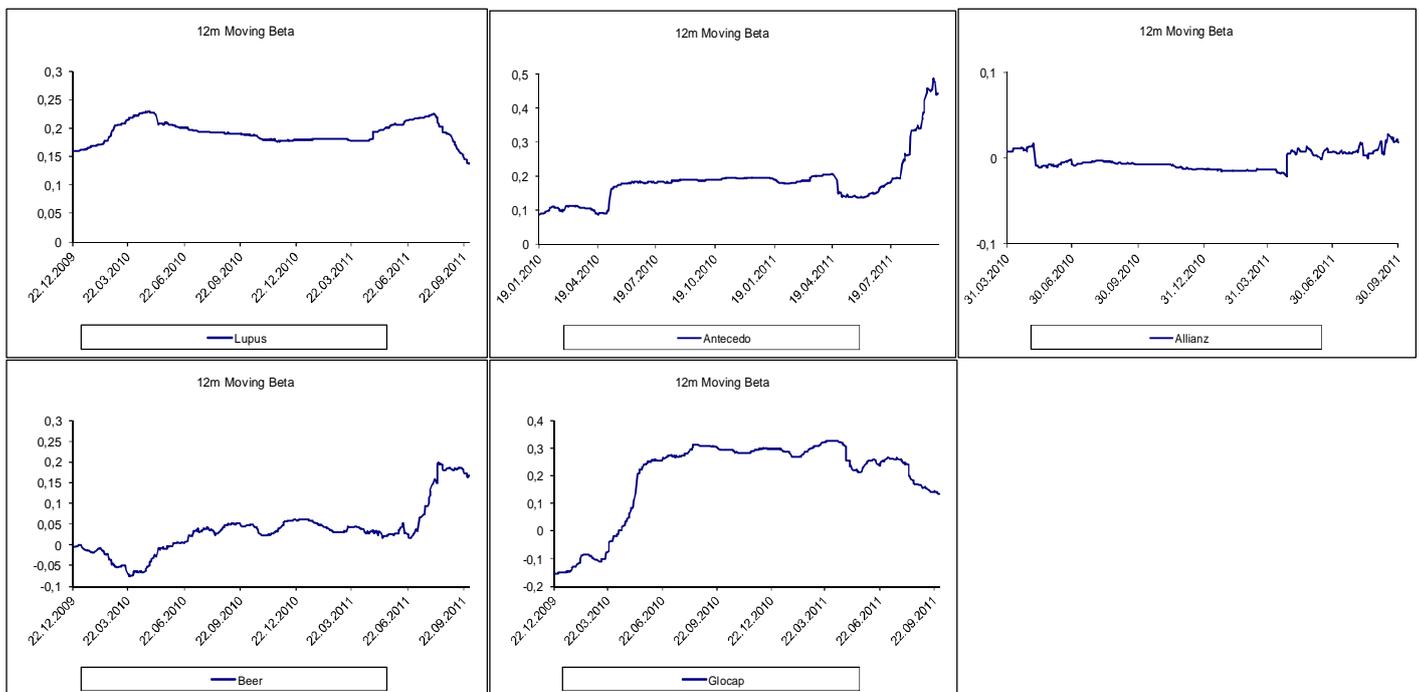
Lupus weist über alle betrachteten Perioden ein sehr hohes r-square aus, bei gleichzeitig niedrigem Beta. Dies weist darauf hin, dass der Lupus Fonds sich im Wesentlichen nicht sehr von einer konservativen Indexstrategie unterscheidet, allerdings – ersichtlich aus dem geringeren r-square – die downside Risiken besser verwaltet als eine reine konservative Indexanlage. Allianz gelingt es am Besten sich vom Index zu lösen, die niedrigen r-square und Beta Werte in allen Perioden deuten darauf hin, dass dieser Fonds nicht durch eine statische Indexanlage zu ersetzen ist und sich gut vom Indexverhalten lösen kann. Antecedo weist eine hohe Erklärbarkeit durch den Index in der Abschwungphase, sowie eine vom Index unabhängige Entwicklung in der Aufschwungphase auf – umgekehrt wäre besser. Die Erklärbarkeit des Beer Fonds ist in den beiden extremen Indexphasen deutlich höher als über die Gesamtperiode.



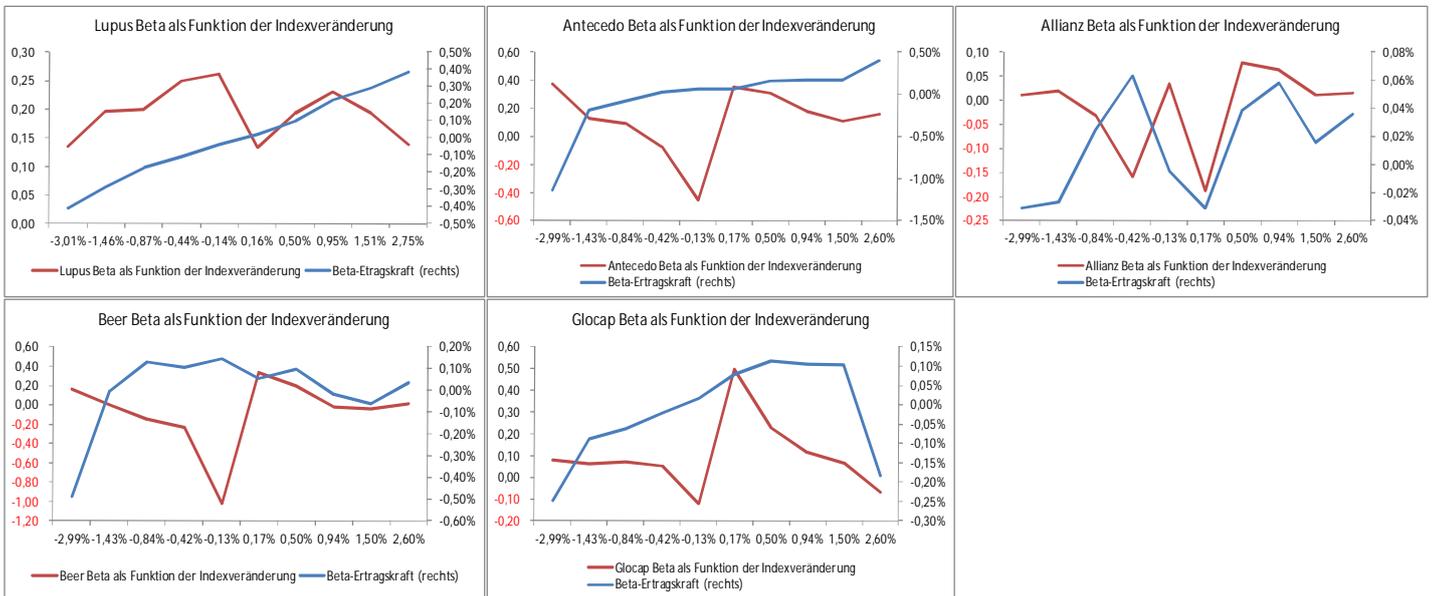
### Variationen an Beta: Veränderungen mit der Zeit und mit Indexverhalten

Das Beta der Fonds ist über den Zeitraum hinweg nicht konstant und hängt, wie bereits aus Tabelle 5 ersichtlich, auch vom gewählten Zeitraum ab. An der zeitlichen Veränderung des Beta lassen sich Risikoverhalten sowie eine dynamische Risikosteuerung über Marktmeinung zu gewissem Grad ablesen. Die nachfolgenden Graphiken illustrieren das Rolling-12-Monats Beta gegenüber dem Index. Zu jedem Zeitpunkt wird dabei das Beta über die zurückliegenden 12 Monate angegeben.

Deutlich wird dabei die überwiegend positive Ausrichtung aller Fonds gegenüber dem Index. Das Beta aller Fonds bleibt annähernd konstant über die mittlere Periode. Interessant wird das Betaverhalten in der Abschwungphase gegen Ende der Periode (Q3 2011): Das Lupus Beta steigt zunächst an, fällt danach aber deutlich. Dies deutet darauf hin, dass die Exponierung sich in der Abschwungphase durch ins Geld laufende, geschriebene Put Optionen erhöht hat, bevor Sicherungsmassnahmen gegriffen haben. Antecedo hingegen kontiniert den Beta Anstieg, was darauf hindeutet, dass ins Geld laufende geschriebene Put Optionen nicht durch Gegenmassnahmen wie Positionsschließung oder Gegenpositionen gekontert wurden. Dem Allianz Fonds macht die Abschwungphase ebenfalls zu schaffen, die Exponierung blieb aber sehr überschaubar. Der Beer Fonds weist zu Ende der Periode ein ähnliches Exponierungsverhalten wie Antecedo auf, allerdings mit geringerer Ausprägung.

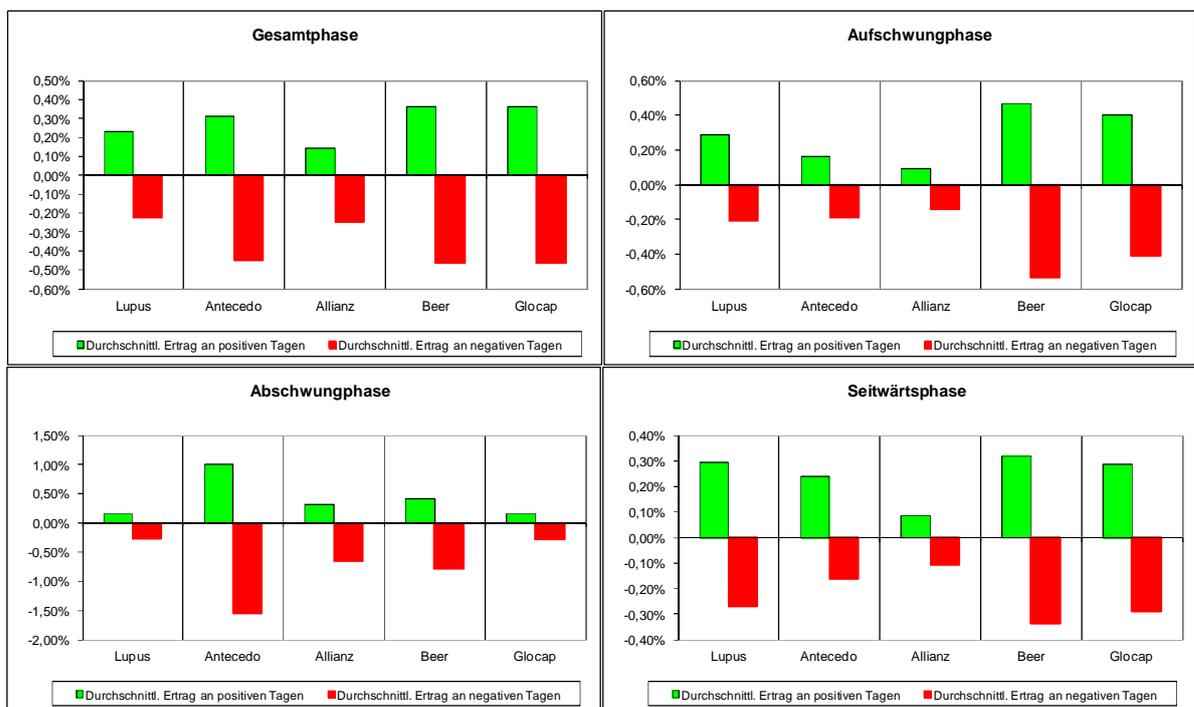


Eine alternative Darstellung der Exponierung gegenüber dem Index ist das Beta in Abhängigkeit der Indexerträge. Dies ist in den folgenden Graphiken (rote Linie) dargestellt. Eine zum linken Ende hin abnehmende Exponierung (Beta) deutet auf Absicherungsmechanismen hin, eine ansteigende Exponierung auf ein ungehindertes ins Geld gleiten geschriebener Put Optionen. Die blaue Linie illustriert das Ertragspotential aufgrund der Indexexponierung in Abhängigkeit vom Indexertrag und gibt den, durch den Indexertrag erklärten Anteil der Fondserträge, an. Sie verdeutlicht auch welche prinzipielle bzw. dominierende Struktur die Strategie aufweist: Die gerade Linie bei Lupus unterstreicht nochmals die fast lineare Anbindung an den Index, Antecedo und Beer mit einer Put-Payoff gleichenden Linie deuten hier auf die dominierende Ähnlichkeit mit geschriebenen Puts hin.



### Positive Ertrags-Asymmetrien – nicht mit Schreibungsfonds

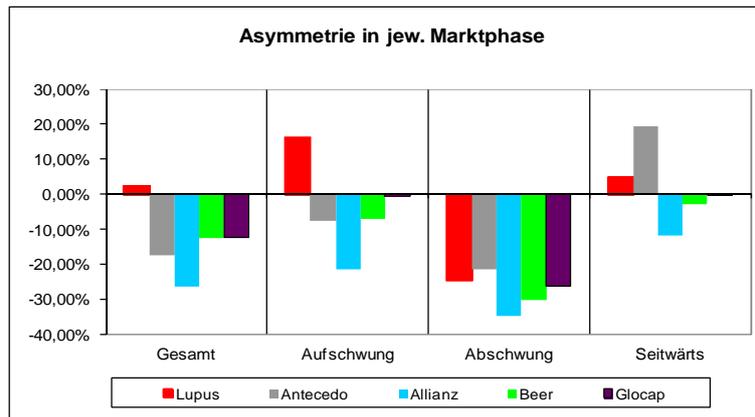
Absolute Return Strategien sehen sich i.A. der Erwartungshaltung nach positiv asymmetrischen Erträgen gegenüber: Gewinne sollen stets höher ausfallen als Verluste. Typische Optionsstrategien mit Betonung auf Schreibungselemente können dies aufgrund des negativ asymmetrischen Ertragsprofils geschriebener Optionen nur schwer erreichen. Dies ist in den folgenden Graphiken zu erkennen, welche für die jeweiligen Phasen die durchschnittlichen positiven Erträge den durchschnittlichen negativen Erträgen gegenüberstellen.



Wenn diese Daten in eine Kennzahl für Asymmetrie aggregiert werden, wird deutlich, dass lediglich Lupus einen gewissen Grad an



positiver Asymmetrie aufweist, allerdings wohl der linearen Indexanbindung geschuldet. Antecedo weist zumindest in der Seitwärtsphase eine deutlich positive Asymmetrie auf, hat aber stark negativ ausgeprägte Asymmetrie in Abschwungphasen, welche letztendlich auch die Gesamtphase dominieren.



### Fazit

Die betrachteten Fonds unterscheiden sich in Aggressivität, Risikosteuerung und Indexanbindung deutlich voneinander. Den erwünschten Effekt einer Loslösung von negativen Marktbewegungen erzielt keiner der Fonds wirklich, ist aber von Optionsstrategien auch nicht zu erwarten. In der Gesamtbetrachtung der kurzen Analyse scheint in der vorliegenden Gruppe dem Allianz Fonds die thematische Aufgabe einer Loslösung von der Marktbewegung im Allgemeinen am ehesten gelungen zu sein. Bis auf die Betrachtung der Asymmetrie schneidet der Allianz Fonds in der Vergangenheitsbetrachtung zufriedenstellend bis sehr gut ab. Offensichtlich wird auch, dass für Optionsstrategien mit wesentlichen Schreibkomponenten, hohe realisierte Jahresrenditen mit dem erheblichen Potential einhergehen in turbulenten Phasen massive Verluste zu erleiden. Ein funktionierendes Risk Management ist für solche Fonds eine gerechtfertigte Forderung, um dem asymmetrischen Ertragsprofil geschriebener Optionen entgegenzuwirken – dies wird zwar von Allen versprochen, aber nicht von Allen umgesetzt.

Datenquelle: Bloomberg, L.P., eigene Berechnungen, marketfolly, Albourne Village

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