



Sektor Allokation oder Fonds-Picking

Ein Versuch zur Differenzierung relativer und spezifischer Stärken und Schwächen – Teil I: Options Strategien

Executive Summary und Conclusio

- Eine Gruppe von Absolute Return Fonds soll bezüglich Ihrer Stärke- und Schwächephasen analysiert werden.
- Zielsetzung ist die Differenzierung innerhalb der Peer Group um eine Allokation gemäß der Präferenz dieser Eigenschaften zu ermöglichen.
- Innerhalb der Peer Group treten deutliche Unterschiede bzgl. der Verteilung und Ausprägung von Stärken und Schwächen, sowie der Fähigkeit mit adversen Marktumgebungen umzugehen, auf.
- Die Eigenschaften und die daraus folgende Differenzierung werden kommentiert, eine Einordnung gemäß eigener Präferenz kann auf Basis dieser Kommentierung erfolgen, ein einfaches Beispiel wird gegeben.

Für viele institutionelle Anleger war der klassische Fund-of-Funds, in der Vergangenheit die Standard Methode um in Segmente wie Alternative Anlagestrategien und Hedge Fonds zu investieren – erspart er dem Anleger doch die Mühe die „besten“ Fondsmanager über aufwendige Analysemethoden zu identifizieren. Darüber hinaus ermöglichte die Methode insbesondere aber auch den Zugang zu Fonds und Managern, der vielen Investoren im Rahmen einer eigenen Einzelselektion ansonsten verwehrt geblieben wäre.

Bekanntermaßen konnte allerdings so gut wie keiner der F-of-Fs in schwierigen Marktphasen überzeugen: Deren Selektionsmethodik legte zum einen allzu großes Gewicht auf (blinde) Diversifikation, welche allen Marktphasen gerecht werden und Risiken reduzieren sollte. Zum anderen unterschieden sich die Ergebnisse der Analyse- und Optimierungsmethoden mit denen sich die Anbieter brüsteten nur unwesentlich von einer Auflistung der Fonds nach Gesamtperformance, ohne ausreichende Berücksichtigung der Stärken und Schwächen betrachteter Fonds und Strategien. Die Endprodukte bestachen als Konsequenz dessen häufig dadurch, dass positiv herausragende Spitzen wegdiversifiziert wurden und als Resultat lediglich gemittelter Performance-Einheitsbrei minus der Fondsgebühren minus der F-of-Fs Gebühren übrigblieb. Als Existenzberechtigung bleibt somit lediglich der „Access“, der Zugang zu Fonds – das ist zu wenig, die Zugangsproblematik wird vermehrt über neue Angebotskanäle gelöst.

Mittlerweile sind Fund-of-Funds in der internationalen institutionellen Anlegerwelt negativ belegt, gleichzeitig steigt das Angebot an alternativen Investmentstrategien in transparenten, liquiden und regulatorisch akzeptablen Formaten (UCITs, Strategie-ETFs) drastisch an. Die erhöhte Transparenz ermöglicht einen weiterentwickelten Ansatz, um Portfolios von Fonds zu konstruieren und insbesondere zu steuern. Zum Beispiel erlauben tägliche (vs monatliche) Performancedaten weitaus verfeinerte Analysetools. Diese ermöglichen z.B. eine Einbeziehung der relativen Stärken und Schwächen verschiedener Fonds wie auch eine Reflektion der Marktumgebung. Eine Re-Allokation könnte somit nicht lediglich als das Herausfiltern der historischen Looser sondern als Resultat der Stärken der jeweiligen Fonds vor dem Hintergrund veränderter Marktkonditionen dienen. Eine auf Stärken und Schwächen abgestellte Charakterisierung der Performance gibt die Zielrichtung für die folgenden Ausführungen vor.

In diesem Analytics Insight Report wollen wir Versuche unternehmen, aufgrund von einfachen Analysen Differenzierungsmöglichkeiten für Fonds abzuleiten. Auf Basis derer können Strategien gleicher Couleur hinsichtlich Ihrer Stärken und Schwächen über der reinen risikoadjustierten Performance hinaus unterschieden werden. Mit Hilfe der gewonnenen Aussagen sollte es möglich sein Präferenzlisten zu erstellen, welche unterschiedlich für verschiedene Markteinschätzungen ausfallen und sich insbesondere von der Einordnung nach der reinen historischen Performance unterscheiden. Um den Aufwand für einen solchen Report in angemessenen Rahmen zu halten, verbleibt die Analyse relativ grob – so nutzen wir eine einfache und grobe Klassifizierung von Stärke- und Schwächephasen – verweisen im Fazit am Ende aber auf Verfeinerungsmöglichkeiten.

Wir wollen hierzu eine Reihe von Absolute Return Strategien daraufhin untersuchen, in welcher Marktumgebung sie ihre Stärken und Schwächen offenbaren und im Vergleich mit der Peer Group eine Differenzierung vornehmen. Die letztendliche Zielrichtung ist es, zu erkennen, in welchen Marktphasen absolute und relative Stärken/Schwächen existieren. Insbesondere wollen wir Aussagen treffen, welche über „geht hoch wenn der Markt hochgeht und umgekehrt“ hinausgehen. Wir beschränken uns auf Absolute Return Strategien welche in UCITs Format oder unter dem deutschen InvG umgesetzt sind. Wir setzen eine bisherige Laufzeit von

Absolute World

Analytics Insight Report

7. Ausgabe

Oktober 2012



mindestens 2 Jahren, sowie ein Mindestvolumen von € 50 Mio. voraus. Um die Kommentierung nicht zu diffus werden zu lassen, werden wir das von uns betrachtete Universum von Fonds in mehrere Teile gliedern, deren erster Teil für diesen Report eine Gruppe von Options-Strategien beinhaltet. Diese Gruppe beinhaltet generelle Schreibstrategien wie auch Vola-Arbitrage- und Long/Short-Vola-Strategien. Analysiert werden die folgenden Fonds:

Fonds	Fondsgesellschaft	ISIN	Auflage	Alias
Structure Invest	Lupus Alpha	DE000A0HGD9	09.04.2003	Lupus
DyMACS Equity	Berenberg	DE000A0YKM65	10.03.2010	Berenberg
Volatility Strategy	Allianz GI	LU0417273579	07.04.2009	Allianz
Absolute Return Plus UI	Beer	DE000A0M80V3	28.01.2008	Beer
Glocap Vega I Equity	Vescore	DE000A0RB9R6	02.01.2009	Glocap
Absolute Vola Euro	Amundi	LU0272941971	13.11.2006	Amundi
Independent Invest	Antecedo	DE000A0RAD42	28.01.2009	Antecedo
Time Alpha UI	Conservative Concepts	DE00A0RN5X0	23.06.2008	ConsConc
Risk Protect III	Kepler CM	LU0448548304	03.11.2009	Kepler
Heracles 1	Nordea	LU0343921457	12.03.2008	Nordea
Bond Global Select	Quaesta Capital	DE000A0YF280	12.10.2010	Quaesta
SICAV Strategy Europe	Swiss Alpha	LU0457851060	16.11.2009	Swiss Alpha

Vorgehensweise

Für alle Fonds unterscheiden wir Schwäche-, Stärke- und neutrale Phasen, in welchen die jeweiligen Fonds relativ zu Ihrem mittleren Ertrag und ihrer Volatilität über einen Zeitraum von mindestens einer Woche verlieren, gewinnen oder sich eher seitwärts bewegen. Kurze Konsolidierungen, wie z.B. ein kurzer Abschwung in einer Stärkephase würden hierbei die Stärkephase nur dann unterbrechen und eine eigene Schwächephase definieren, wenn dieser Abschwung (Drawdown) einen volatilitätsabhängigen Schwellenwert überschreitet. Die Betrachtungsperiode ist 2 Jahre. Wir hätten zwar 3 Jahre oder länger als Betrachtungsperiode bevorzugt, hätten dann aber etliche Fonds nicht mit einbeziehen können. Die Interpretation der Daten ist vor dem Hintergrund der lediglich 2-jährigen Historie zu sehen, der „Markt“ konnte in dieser Zeit nicht sein gesamtes Repertoire präsentieren. Zumindest aber was die Heftigkeit von Auf- und Abschwüngen angeht liefert diese Periode eine gewisse Aussagekraft. Allerdings muss man gerade für die hier vorliegende Peer Group eine Relativierung vornehmen: Das Jahr 2012 stellte bis dato eine der seit langem favorabelsten Marktumgebungen für „Short Vola“ Strategien da – die von dieser Peer Group vornehmlich gehandelten Risikoprämien sind mittlerweile nahe ihren historischen Tiefstständen (e.g. Vola, Unternehmens-Kredit Spreads in ausgewählten Bereichen). Eine vergleichbare Ausgangsbasis gab es in unserer Betrachtungsperiode nicht. Dies ist insbesondere für diese Peer Group zu beachten.

Zur Charakterisierung der Marktumgebung betrachten wir drei Indices: € Stoxx 50, VStoxx und den Kreditindex IBOXX EUR Liquid High Yield Index („die Märkte“). Wir haben uns als Marktsurrogat für europäische Indices entschieden, da von der vorliegenden Peer Group vornehmlich europäische Werte als Underlying dienen. Die Einbeziehung eines Kredit Index erscheint uns sinnvoll, da „Long Kredit“ per se eine der Peer Group entsprechende „Short Vola“ Strategie ist und unter diesen über den betrachteten Zeitraum mit die erfolgreichste. Insbesondere eignet sich eine Long-Kredit Strategie als Liquiditätsanlage mit der eine Derivat- bzw. Optionsstrategie unterfüttert werden kann und hätte als solche in der Betrachtungsperiode einen ordentlichen Zusatzschub erbracht. Für die von uns in diesem Report betrachtete Peer Group erscheint uns diese Repräsentation des Marktes als adäquat, die Einbeziehung von Zins- und Währungsmärkten halten wir für die hier betrachteten Aspekte nicht für relevant.

Basisinformationen

Zunächst geben wir einige Basisinformationen zur Häufigkeit der verschiedenen Phasen und zum Ertragsverhalten in den jeweiligen Phasen, was innerhalb der Peer Group und gegenüber dem Markt kontrastiert werden kann. Tabelle 1 gibt den jeweiligen Anteil der betrachteten Phasen für die Märkte und Fonds über die Zeitperiode vom 12. Oktober 2010 bis zum 1. Oktober 2012 wider. Berenberg weist hierbei den größten Anteil an Stärkephasen auf, ConsConc den geringsten. Den größten Anteil an Schwächephasen



weist Nordea auf. Auffallend ist der hohe Anteil an Seitwärtsphasen aller Fonds gegenüber den Märkten.

Tabelle 1

	Zeitlicher Anteil		
	Stärkephase	Seitwärtsphase	Schwächephase
Index	40,5%	4,7%	54,8%
Kredit	37,3%	7,5%	55,2%
Vola	43,6%	5,5%	50,9%
Lupus	40,5%	15,5%	44,0%
Berenberg	23,6%	13,9%	62,5%
Allianz	21,0%	26,7%	52,3%
Beer	35,2%	30,1%	34,8%
Glocap	23,6%	28,1%	48,3%
Amundi	41,7%	20,6%	37,7%
Antecedo	23,8%	22,2%	54,0%
ConsConc	37,9%	33,2%	28,9%
Kepler	10,0%	54,4%	35,6%
Nordea	53,4%	12,4%	34,2%
Quaesta	28,7%	19,8%	51,5%
Swiss Alpha	23,0%	20,8%	56,2%

Tabelle 2 gibt zum einen die Gesamtperformance kumulativ für die jeweiligen Phasen unabhängig von der Gesamtlänge der Phasen wider und zum anderen die Durchschnittsperformance eines Tages in einer solchen Phase. Antecedo und Quaesta konnten über alle Stärkephasen gesamt wie auch im Schnitt etwa so viel zulegen wie der Index. Über die Schwächephasen haben diese Fonds zwar nur etwa halb so viel verloren, allerdings weisen sie im Durchschnitt wiederum dieselben drawdowns wie der Index auf Tagesbasis auf. Das heisst: Läuft der Fonds, läuft er im Schnitt so gut wie ein „laufender“ Aktienmarkt, hat er eine schlechte Zeit, verliert er genauso viel wie der Index wenn dieser eine schlechte Zeit hat. Allerdings haben die genannten Fonds deutlich weniger Schwächephasen als der Index. Die Performance in der Seitwärtsphase sollte nicht überbewertet werden, solange nicht klar ist, welcher Marktphase dies entspricht: Bewegt sich der Fonds in einer Index Schwächephase seitwärts, ist eine negative Performance eher akzeptabel, es deutet darauf hin, dass der Fonds zumindest in einigen Markt-Schwächephasen einigermaßen zu Recht kommt.

Die auffallendste Asymmetrie weist Amundi auf: In den Stärkephasen verdient der Fonds deutlich mehr als in den Schwächephasen – dies deutet eher auf eine Performance-Attribution durch Long-Optionen, was auch durch die positive Korrelation zur Volatilität (s.unten) unterstützt wird. Zu beachten sind auch die unterschiedlichen Asymmetrien zwischen Gesamt- und Durchschnittsperformance: So legen z.B. viele Fonds deutlich mehr in der den gesamten Stärkephasen zu als sie in Schwächephasen verlieren. Bei der Durchschnittsperformance sieht es für viele Fonds umgekehrt aus. Dies ist typisch für „Short Vola“ Strategien: Wenn sie schwach sind, dann ist die Schwäche ausgeprägter als die Stärken, allerdings (vgl. Tabelle 1) decken die Stärkephasen deutlich größere Perioden ab. Die Entsprechung im Markt findet sich bei der Volatilität. Fonds mit dieser Eigenschaft scheinen stark mit größeren Volatilitätsschwankungen zu atmen. Ausnahmen dazu sind Nordea, Glocap und insbesondere Amundi. Bei Amundi fällt ausserdem auf, dass die Schwächephasen durch eine kurze, starke Gegenbewegung beendet werden die der angewandte Filter meist noch der Schwächephase zuordnet. Dies hat zur Folge, dass die Durchschnittsperformance in der Seitwärtsphase unter der der Abwärtsphase liegt.

Absolute World

Analytics Insight Report

7. Ausgabe

Oktober 2012



Tabelle 2

	Gesamtpformance			Durchschnittspformance		
	Abwärtsphase	Seitwärtsphase	Aufwärtsphase	Abwärtsphase	Seitwärtsphase	Aufwärtsphase
Index	-35,5%	-2,7%	42,0%	-0,17%	-0,11%	0,15%
Kredit	-10,8%	0,0%	24,8%	-0,06%	0,00%	0,09%
Vola	-60,9%	8,0%	157,7%	-0,27%	0,29%	0,61%
Lupus	-8,5%	0,6%	5,4%	-0,04%	0,01%	0,02%
Berenberg	-5,2%	-1,4%	13,1%	-0,04%	-0,02%	0,04%
Allianz	-6,5%	-0,3%	15,2%	-0,06%	0,00%	0,06%
Beer	-21,1%	-2,1%	1,2%	-0,12%	-0,01%	0,01%
Glocap	-5,2%	3,1%	13,9%	-0,04%	0,02%	0,06%
Amundi	-3,1%	-3,1%	10,7%	-0,01%	-0,03%	0,06%
Antecedo	-19,9%	1,6%	41,3%	-0,16%	0,01%	0,15%
ConsConc	-4,2%	-2,2%	3,1%	-0,02%	-0,01%	0,02%
Kepler	-2,9%	0,8%	6,9%	-0,06%	0,00%	0,04%
Nordea	-17,4%	-2,7%	14,4%	-0,06%	-0,04%	0,08%
Quaesta	-19,7%	1,1%	39,2%	-0,14%	0,01%	0,15%
Swiss Alpha	-8,1%	2,3%	12,0%	-0,07%	0,02%	0,04%

Durchschnittspformance

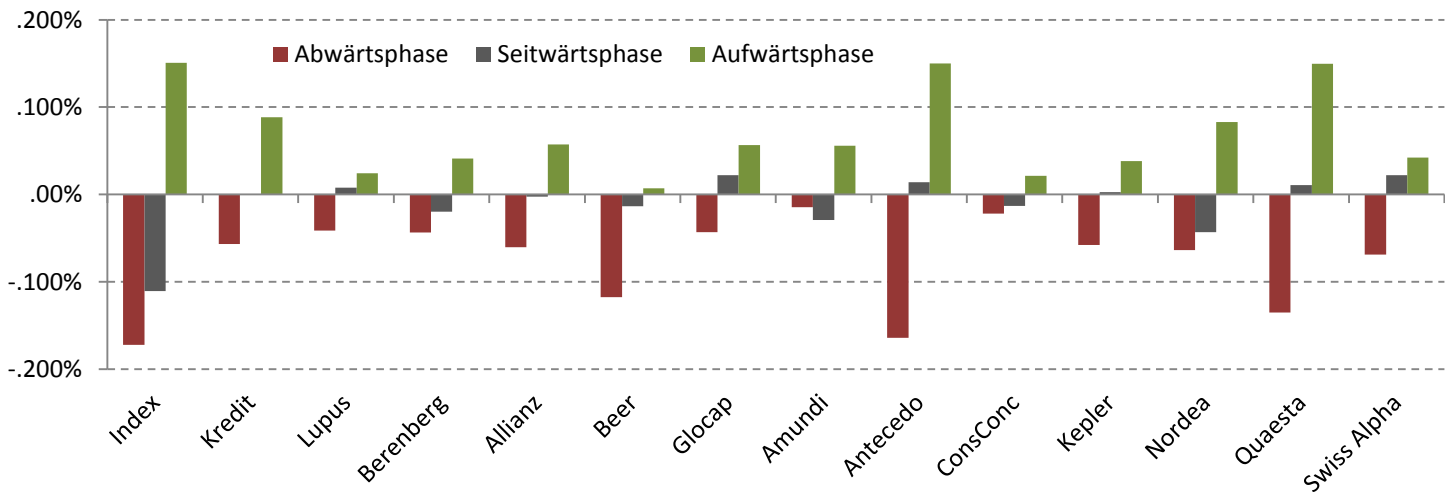




Tabelle 3 aggregiert die zuletzt gemachten Betrachtungen über das Verhältnis von durchschnittlichem Ertrag der Stärke- zu Schwächephasen. Je niedriger diese Ratio ausfällt desto wichtiger wird das Marktumfeld – die Tabelle ist dementsprechend sortiert. Ein Urteil stellt sich aus dem Gesamtbild der Daten zusammen, aus der Asymmetrie zwischen Stärke- und Schwächephasen unter Berücksichtigung von Gesamtperformance in den jeweiligen Phasen und deren zeitlichem Anteil.

Tabelle 3 (Fonds sortiert)

	Ratio Stark/Schwach	
	Gesamt	Durchschnitt
Index	-119%	-87%
Kredit	-230%	-156%
Vola	-259%	-222%
Amundi	-344%	-380%
Glocap	-270%	-132%
Berenberg	-250%	-130%
Allianz	-235%	-111%
Kepler	-233%	-97%
Antecedo	-208%	-95%
Quaesta	-199%	-94%
Swiss Alpha	-149%	-91%
Nordea	-83%	-66%
ConsConc	-74%	-61%
Lupus	-64%	-58%
Beer	-6%	-6%

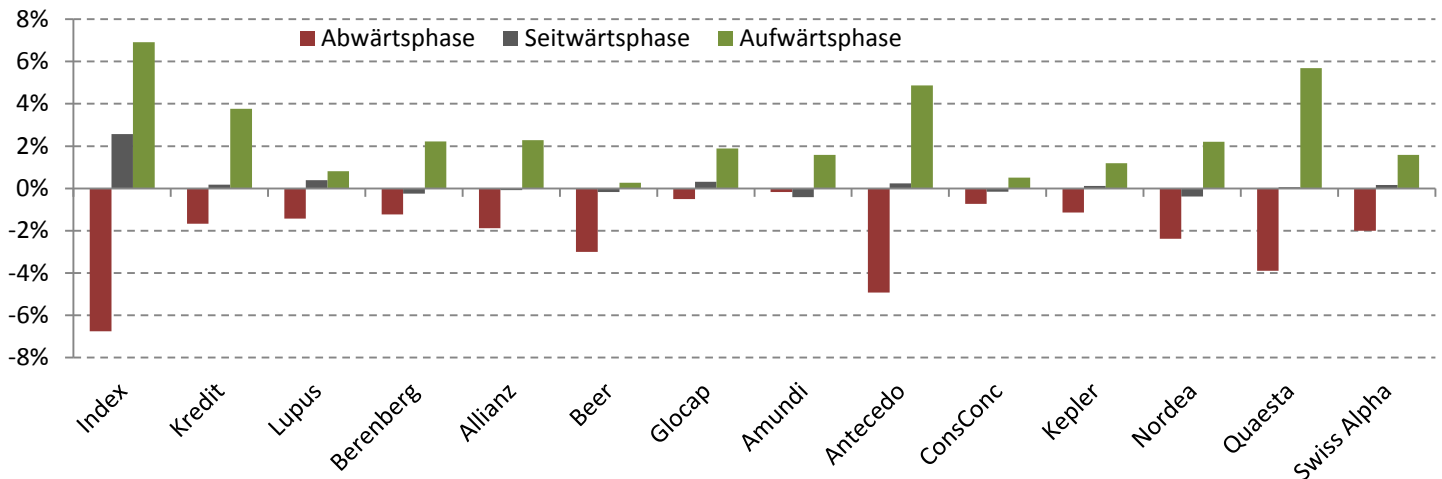
Tabelle 4 gibt den durchschnittlichen Ertrag pro Phase ohne Berücksichtigung der Dauer der jeweiligen Phase, sowie die durchschnittliche Dauer einer Phase an. Für „Short Vola“ Strategien würde man hier eine deutlich längere Durchschnittsdauer für Stärke- als Schwächephasen erwarten: Stetiger mässig starker Zuwachs, unterbrochen durch kurze aber heftige Abschwünge. Von dieser Erwartung weichen etliche Fonds erheblich ab: Die durchschnittlichen Erträge bei sämtlichen Fonds liegen in Auf- und Seitwärtsphasen unter denen des Aktienindex aber auf Höhe des Kreditindex. Das ist bei der vorliegenden Peer Group zu erwarten, drängt aber auch eine an dem gewählten Kreditindex orientierte Long-Kredit Strategie als Alternative auf.

Tabelle 4

	Durchschnittlicher Ertrag pro Phase			Durchschnittliche Dauer (in Tagen)		
	Abwärtsphase	Seitwärtsphase	Aufwärtsphase	Abwärtsphase	Seitwärtsphase	Aufwärtsphase
Index	-6,8%	2,6%	6,9%	34	13	40
Kredit	-1,7%	0,2%	3,8%	27	9	40
Vola	-6,5%	-3,2%	21,5%	28	17	32
Lupus	-1,4%	0,4%	0,8%	34	11	28
Berenberg	-1,2%	-0,2%	2,2%	24	9	45
Allianz	-1,9%	-0,1%	2,3%	27	21	38
Beer	-3,0%	-0,2%	0,3%	20	16	20
Glocap	-0,5%	0,3%	1,9%	17	11	31
Amundi	-0,2%	-0,4%	1,6%	19	9	32
Antecedo	-4,9%	0,2%	4,9%	24	11	34
ConsConc	-0,7%	-0,2%	0,5%	28	13	25
Kepler	-1,1%	0,1%	1,2%	17	42	36
Nordea	-2,4%	-0,4%	2,2%	34	10	25
Quaesta	-3,9%	0,1%	5,7%	29	11	37
Swiss Alpha	-2,0%	0,2%	1,6%	29	11	32



Durchschnittsperformance



Die nachfolgende Tabelle 5 betrachtet das Verhältnis der Erträge und Dauer von Stärke- zu Schwächephase – je höher die Ratios, desto besser. Als Benchmarks dienen hier insbesondere die Ratios des Index. Hier ragen Kepler bei der Dauer und wiederum Amundi beim Ertragsdurchschnitt heraus. Die aggressivsten Fonds sind Antecedo und Quaesta, welche im Schnitt in Stärkephasen mehr verdienen als in Schwächephase verlieren. Auch hier gilt in der Konsequenz: Je günstiger die Asymmetrien und Ratios aussehen, desto weniger ist die richtige Markteinschätzung wichtig für den Allokationszeitpunkt – solange die Fonds zukünftig ihre Stärken und Schwächen beibehalten.

Tabelle 5 (Fonds sortiert)

Ratio Stark/Schwach			
	Ertrag		Dauer
Index	102%	Index	116%
Kredit	224%	Kredit	148%
Vola	333%	Vola	117%
Amundi	910%	Kepler	213%
Glocap	374%	Berenberg	189%
Berenberg	180%	Glocap	179%
Quaesta	146%	Amundi	166%
Allianz	121%	Allianz	142%
Kepler	104%	Antecedo	142%
Antecedo	99%	Quaesta	128%
Nordea	93%	Swiss Alpha	109%
Swiss Alpha	79%	Beer	99%
ConsConc	71%	ConsConc	89%
Lupus	57%	Lupus	82%
Beer	9%	Nordea	73%

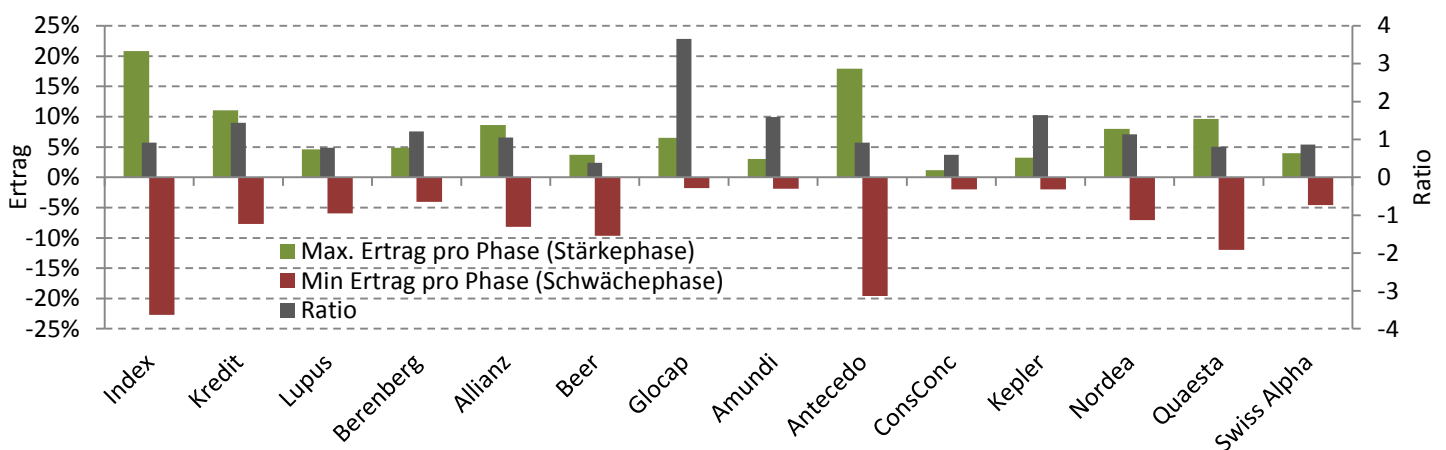


Tabelle 6 gibt die Erträge der besten Stärke-, sowie der schlechtesten Schwächephase (Tail-Event-Phasen) an. Daraus lässt sich neben Asymmetrieeigenschaften auch die Aggressivität ablesen: So legte Antecedo in seiner stärksten Phase in etwa so viel zu wie der Index, verlor in der schwächsten Phase allerdings fast wiederum genausoviel wie der Index. Allen gemein ist die geringere Dauer der schlechtesten Phase gegenüber der stärksten Phase – Short Vola Strategien verlieren in Schwächephasen typischerweise sehr schnell, bauen ihren Ertrag hingegen eher langsam in der Zeit auf. Eine durch diese Daten ausgewiesene, hohe Aggressivität eines Fonds ist nicht per se negativ, sie sollte bei der Allokation aber einhergehen mit einer ebenso aggressiv vertretenen Marktmeinung des Anlegers. Der größte Verlust des Antecedo in einer Schwächephase von -20% liegt deutlich über dem maximalen Drawdown von -26% in der betrachteten Periode. Der Grund dafür ist ein Tagesreturn von über 5% der durch die Definition des Filters noch in dieser Schwächephase zugeordnet wird.

Tabelle 6

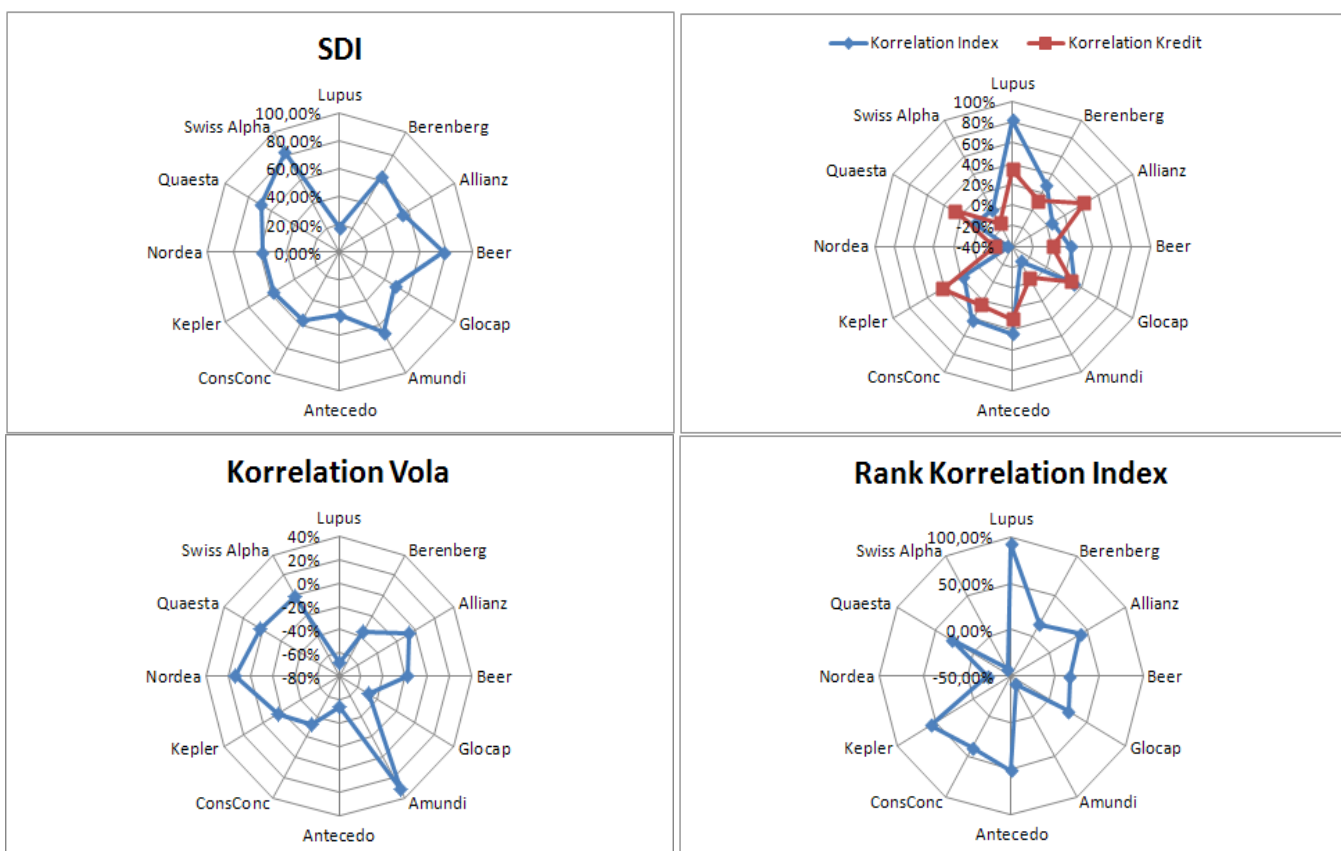
	Maximaler. Ertrag pro Phase Stärkephase	Minimaler Ertrag pro Phase Schwächephase	Ratio Stärke/Schwäche
Index	21%	-23%	92%
Kredit	11%	-8%	144%
Vola	119%	-36%	333%
Lupus	5%	-6%	78%
Berenberg	5%	-4%	121%
Allianz	9%	-8%	105%
Beer	4%	-10%	38%
Glocap	7%	-2%	366%
Amundi	3%	-2%	159%
Antecedo	18%	-20%	92%
ConsConc	1%	-2%	59%
Kepler	3%	-2%	165%
Nordea	8%	-7%	114%
Quaesta	10%	-12%	80%
Swiss Alpha	4%	-5%	87%

Ertrag pro Phase





Als letzte Basisinformation geben wir in den folgenden Graphiken generelle Gleichlaufeigenschaften zwischen den Fonds und den Märkten wider. Zunächst ist mit dem SDI (Strategy Differentiation Index) die Verschiedenartigkeit der jeweiligen Fonds vom Markt (Index, Kredit, Vola) angegeben. Er gibt den Grad an, zu dem der Fonds es anders, nicht notwendigerweise besser als der Markt macht. Je höher dieser Index, desto weniger lässt sich der Fonds durch eine statische Kombination von Aktienindex, Kreditindex und Volapositionen darstellen. Neben der klassischen Korrelation ist in der Tabelle mit der Spearman Korrelation noch eine Rank Korrelation angegeben – sie quantifiziert insbesondere den Gleichlauf der verschiedenen Phasen, i.e. hohe Rank Korrelation lässt darauf schliessen, dass Fonds und Markt gleichlaufende Phasen von Schwächen und Stärken aufweisen. Allianz, Kepler und Quaesta weisen hierbei höhere Phasen-Gleichlaufeigenschaften mit dem Index auf, als dies die klassische Korrelation vermuten lassen würde.



Verfeinerte Charakterisierung: Gleichlaufeigenschaften zum Markt

Nach den oben betrachteten Basisinformationen zu den verschiedenen Phasen wird im Folgenden etwas detaillierter beschrieben, was der Markt macht wenn der jeweilige Fonds eine Stärke- oder Schwächephase hat. Dies wollen wir vornehmlich über Koinzidenzeigenschaften quantifizieren. Konkret betrachten wir dabei zunächst die extremen Phasen – die jeweils schwächste und stärkste Phase der Fonds und geben an, inwieweit sich diese Phasen mit den Extremphasen des Marktes überlappen. Dies wird in Tabelle 7 illustriert. Auffallend ist, dass die beste Stärkephase der jeweiligen Fonds in vielen Fällen ausserhalb der besten Marktphase verläuft. Lediglich Lupus, ConsConc und Quaesta laufen dann am Besten, wenn der Markt am Besten läuft. Deutlicher fällt der Gleichlauf bei den extremsten Schwächephasen aus: Nur Amundi, Kepler und Swiss Alpha erleben ihre schlechteste Phase zum großen Teil ausserhalb der schlechtesten Phase des Index. Allianz, Beer und Antecedo haben jeweils ihre schlechtesten Phasen zusammen mit dem Index, die jeweils beste Phase allerdings nicht. Im Vergleich mit der stärksten Volaphase ergibt sich zunächst das gleiche Bild für die Schwächephasen der Fonds. Nordea hat seine schlechteste Phase in der Phase, in der die Volatilität die beste Phase hat, die Überlappung mit der Index-Extremphase ist weniger ausgeprägt. Lupus, ConsConc und Quaesta verbringen ihre Extremphasen in beide Richtungen nahezu komplett in den entsprechenden Extremphasen des Index und der Volatilität. Die Tabelle gibt in den beiden rechten Spalten für die Fonds die Dauer der Extremphasen an, für die Märkte ist diese Information

Absolute World

Analytics Insight Report

7. Ausgabe

Oktober 2012



geklammert in der Titelzeile enthalten.

Tabelle 7

	Fonds bestens	Fonds schlechtest	Fonds schlechtest	Tage	Tage
	Index bestens (68Tage)	Index schlechtest (59 Tage)	Vola bestens (88 Tage)	Fonds bestens	Fonds schlechtest
Lupus	60	54	54	61	55
Berenberg	0	28	28	57	29
Allianz	0	48	49	87	53
Beer	0	40	40	35	41
Glocap	0	23	23	77	24
Amundi	5	0	0	55	31
Antecedo	0	46	47	91	55
ConsConc	48	33	33	49	34
Kepler	0	4	5	32	8
Nordea	0	14	62	50	63
Quaesta	35	45	45	36	46
Swiss Alpha	0	0	0	28	38

Um über die Extremphasen hinaus alle Phasen zu betrachten, quantifiziert Tabelle 8 die Koinzidenzen zwischen Fonds und Markt über alle Phasen hinweg: Für jede Phase des Fonds gibt sie an, mit welcher Wahrscheinlichkeit der Markt entweder schwach, neutral oder stark ist – z.B. wenn sich Lupus in einer Schwächephase befindet, befindet sich der Index zu 95% ebenfalls in einer Schwäche- und zu 5% in einer Stärkephase.

Koinzidenzen:

Tabelle 8

	Phase	Index			Vola		
		Schwäche	Seitwärts	Stärke	Schwäche	Seitwärts	Stärke
Lupus	Schwäche	95%	0%	5%	11%	0%	89%
	Seitwärts	10%	30%	59%	43%	30%	27%
	Stärke	1%	0%	99%	74%	2%	25%
Berenberg	Schwäche	64%	0%	36%	32%	0%	68%
	Seitwärts	39%	34%	27%	17%	37%	46%
	Stärke	32%	0%	68%	54%	1%	45%
Allianz	Schwäche	78%	0%	22%	14%	0%	86%
	Seitwärts	57%	18%	25%	25%	18%	57%
	Stärke	17%	0%	83%	65%	2%	33%
Beer	Schwäche	51%	0%	49%	41%	2%	56%
	Seitwärts	32%	16%	52%	37%	16%	47%
	Stärke	37%	0%	63%	51%	0%	49%
Glocap	Schwäche	51%	0%	49%	37%	0%	63%
	Seitwärts	39%	17%	44%	34%	17%	50%
	Stärke	36%	0%	64%	53%	2%	46%
Amundi	Schwäche	24%	0%	76%	60%	2%	38%
	Seitwärts	25%	23%	52%	25%	23%	52%

Absolute World

Analytics Insight Report

7. Ausgabe

Oktober 2012



Antecedo	Stärke	68%	0%	32%	35%	0%	65%
	Schwäche	87%	0%	13%	11%	0%	89%
	Seitwärts	34%	21%	45%	25%	21%	54%
ConsConc	Stärke	23%	0%	77%	66%	1%	33%
	Schwäche	74%	0%	26%	20%	2%	78%
	Seitwärts	24%	14%	62%	52%	14%	34%
Kepler	Stärke	16%	0%	84%	65%	0%	35%
	Schwäche	94%	0%	6%	4%	0%	96%
	Seitwärts	52%	9%	40%	23%	10%	67%
Nordea	Stärke	8%	0%	92%	86%	0%	14%
	Schwäche	41%	0%	59%	46%	1%	53%
	Seitwärts	37%	38%	25%	27%	38%	35%
Quaesta	Stärke	41%	0%	59%	46%	0%	54%
	Schwäche	61%	0%	39%	32%	0%	68%
	Seitwärts	50%	24%	26%	27%	24%	50%
Swiss Alpha	Stärke	25%	0%	75%	56%	2%	42%
	Schwäche	15%	0%	85%	51%	3%	45%
	Seitwärts	31%	23%	46%	42%	23%	35%
	Stärke	54%	0%	46%	41%	0%	59%

Um die Informationen der Tabelle 8 besser zu sortieren, betrachten wir für selektive Charakteristika, ob diese von den jeweiligen Fonds erfüllt werden. Dies ist in der nachfolgenden Tabelle 9 zusammengefasst. Die Koinzidenz Charakteristika sind:

- **C1: Hohe Index-Stärke Koinzidenz:** Die Koinzidenz zwischen den Stärkephasen von Fonds und Index liegt über 80%, i.e. wenn sich der Fonds in einer Stärkephase befindet, befindet sich der Index zu mindestens 80% ebenfalls in einer Stärkephase.
- **C2: Mäßige Index-Stärke Koinzidenz:** Die Koinzidenz zwischen den Stärkephasen von Fonds und Index liegt zwischen 60% und 80%, i.e. wenn sich der Fonds in einer Stärkephase befindet, befindet sich der Index zu mehr als 60% aber weniger als 80% ebenfalls in einer Stärkephase.
- **C3: Neutrale Index-Stärke Koinzidenz:** Die Koinzidenz zwischen den Stärkephasen von Fonds und Index liegt zwischen 40% und 60%, i.e. wenn sich der Fonds in einer Stärkephase befindet, befindet sich der Index zu mehr als 40% aber weniger als 60% ebenfalls in einer Stärkephase.
- **C4: Mäßige Index-Stärke Anti-Koinzidenz:** Die Koinzidenz zwischen den Stärkephasen von Fonds und Index liegt unter 40%, i.e. wenn sich der Fonds in einer Stärkephase befindet, befindet sich der Index zu weniger als 40% ebenfalls in einer Stärkephase.
- **C5: Hohe Index-Schwäche Koinzidenz:** Die Koinzidenz zwischen den Schwächephasen von Fonds und Index liegt über 80%, i.e. wenn sich der Fonds in einer Schwächephase befindet, befindet sich der Index zu mindestens 80% ebenfalls in einer Schwächephase.
- **C6: Favorable Index-Stärke/Schwäche Koinzidenz:** Die Koinzidenz zwischen den Stärkephasen von Fonds und Index ist mehr als 10% höher als die Koinzidenz zwischen den Schwächephasen von Fonds und Index, i.e. wenn der Fonds seine Stärkephasen in Stärkephasen des Index hat, sind diese ausgeprägter als die Schwächephasen zu Schwächephasen des



Index.

- **C7: Vola-Stärke Anti-Koinzidenz:** Die Koinzidenz zwischen den Schwächephase von Fonds und Stärkephase der Vola liegt über 50%, i.e. wenn sich der Fonds in einer Schwächephase befindet, befindet sich die Vola zu mehr als 50% in einer Stärkephase.
- **C7a: Starke Vola-Stärke Anti-Koinzidenz:** Die Koinzidenz zwischen den Schwächephase von Fonds und Stärkephase der Vola liegt über 80%, i.e. wenn sich der Fonds in einer Schwächephase befindet, befindet sich die Vola zu mehr als 80% in einer Stärkephase.
- **C8: Vola-Stärke Koinzidenz:** Die Koinzidenz zwischen den Stärkephasen von Fonds und Vola liegt über 50%, i.e. wenn sich der Fonds in einer Stärkephase befindet, befindet sich die Vola zu mehr als 50% ebenfalls in einer Stärkephase.
- **C9: Positive Drift Eigenschaft:** Die Koinzidenz zwischen Seitwärtsphase von Fonds und Stärkephase des Index liegt niedriger als die Koinzidenz zwischen Seitwärtsphase von Fonds und Schwächephase des Index.
- **C10: Negative Drift Eigenschaft:** Die Koinzidenz zwischen Seitwärtsphase von Fonds und Stärkephase des Index liegt höher als die Koinzidenz zwischen Seitwärtsphase von Fonds und Schwächephase des Index.
- **C11: Positive Vola-Drift Eigenschaft:** Die Koinzidenz zwischen Seitwärtsphase von Fonds und Stärkephase der Vola liegt höher als die Koinzidenz zwischen Seitwärtsphase von Fonds und Schwächephase der Vola.

Tabelle 9 Checkliste Eintreten von Charaktereigenschaften C1 – C11

	C1	C2	C3	C4	C5	C6	C7	C7a	C8	C9	C10	C11
Lupus	X				X		X	X			X	X
Berenberg		X					X			X		
Allianz	X						X	X		X		
Beer		X				X	X				X	
Glocap		X				X	X				X	
Amundi				X					X		X	
Antecedo		X			X		X	X			X	
ConsConc	X					X	X				X	X
Kepler	X				X		X	X		X		
Nordea			X			X	X		X	X		
Quaesta		X				X	X			X		
Swiss Alpha			X			X			X		X	X

Das Eintreten der verschiedenen Eigenschaften lässt Interpretationen bzgl. der Ertragseigenschaften zu. Einige sind hier aufgelistet:

Interpretation:

- **C1:** Deutet auf eine sehr hohe Gleichlaufeigenschaft mit dem Index hin. Negativ zu sehen wenn C5 erfüllt oder C6 nicht erfüllt ist.
- **C2:** Macht einiges, aber nicht alles an Marktaufschwung mit. Falls C6 erfüllt positiv zu sehen.
- **C3:** Neutralität ist für Absolute Return grundsätzlich positiv, aber nur in Kooperation mit C6 und C9, sowie dem Gesamtertrag. Könnte auch ein erfolgreicher Anti-Zyklischer sein.
- **C4:** Entgegen dem Index gerichtet, kann auch noch erfolgreicher Antizyklischer sein.



- **C5:** Lässt keine Index-Schwäche aus. In Kombination mit C1 negativ zu bewerten.
- **C6:** Macht Stärkephasen des Index besser mit als Schwächephasen oder umgekehrt. Positiv.
- **C7:** Deutet auf „Short-Vola“ Charakter hin, sollte nicht zu ausgeprägt sein.
- **C7a:** Deutet auf sehr aggressives Optionsschreiben hin, negativ zu sehen, insbesondere in Phasen niedriger Volatilität.
- **C8:** Deutet auf überwiegend „Long-Vola“ Verhalten hin, kann auch auf effizientes Risiko Management über Long-Optionen hinweisen.
- **C9:** Deutet darauf hin, dass der Fonds nicht jede Schwächephase negativ mitmacht sondern in einigen Schwächephasen sich noch einigermaßen neutral verhält bzw. Stärkephasen des Index schneller mitmacht.
- **C10:** Entgegengesetzt zu C9, deutet darauf hin, dass Schwächephasen des Index schnelle, zumindest schneller als Stärkephasen mitgemacht werden.
- **C11:** Nicht jeder Vola-Anstieg resultiert in Verlusten.

Über die Interpretation der hier genutzten Liste von Charaktereigenschaften wird die Analyse zwar grobkörniger, filtert aber durchaus wesentliche Unterscheidungsmerkmale der verschiedenen Fonds heraus. Eine Selektion kann dann durch eine Präferenzliste an Charakteristika erfolgen, welche über die Berücksichtigung der Marktumgebung erstellt werden kann. Konkret würde man in einem einfachen Beispiel die Eigenschaft C1 präferieren, wenn man mit hoher Konfidenz einen starken Aufschwung des Index erwartet, wohingegen man C4 wählen würde wenn man den Index sich eher seitlich bis leicht konsolidierend bewegen sieht. Eigenschaft C6 wäre auch generell zu präferieren, da diese von etlichen Fonds erfüllt ist würde man zur Feineinteilung wieder die Tabelle konsultieren: Swiss Alpha weist unter den C6 Mitgliedern die beste Asymmetrie aus. Wir belassen die Interpretation bei diesem einfachen Beispiel.

Fazit

Der vorliegende Report liefert eine grobe Betrachtung des Performanceverhaltens einer Gruppe von Fonds um ein Gefühl dafür zu entwickeln, in welcher Marktumgebung die verschiedenen Fonds zulegen oder verlieren, mit welchen Marktphasen sie umgehen können und mit welchen nicht. Grob dahingehend, als dass man hier das Performanceverhalten nur in jeweils eine Schwäche- bzw. Stärkekategorie unterteilt. Eine verfeinerte Analyse würde die Phasen weiter unterteilen, um entsprechend verfeinerte Differenzierungen vornehmen zu können. Insbesondere könnte man damit genauer betrachten, ab wann adverse Marktbewegungen sich nachhaltig auf das jeweilige Performanceverhalten auswirken. Nichtsdestotrotz erbringt auch diese Methodik Aussagen, welche deutlich über die trivialen Relativierung „geht hoch wenn der Markt hoch geht“ hinaus gehen – dies ist gerade bei der vorliegenden Gruppe von Options-Fonds nicht offensichtlich. Allgemein gilt für eine Allokationsentscheidung: Je deutlicher die Stärkephasen bzgl. Performance die Schwächephasen dominieren, desto gleichgültiger kann man – „if history is any guide“ – gegenüber des Timings in solche Fonds sein. Je mehr die Ergebnisse der Schwächephasen die Stärkephasen ausgleichen oder gar dominieren, desto wichtiger ist das richtige Timing für den jeweiligen Fonds. Der vorliegende Report liefert dazu bereits einige Erkenntnisse. Es zeigten sich in der vorliegenden Peer Gruppe deutliche Unterschiede in der generellen Verteilung der verschiedenen Phasen (s. Basisinformationen), wie auch in der nachfolgenden, verfeinerten Koinzidenzanalyse. Einige Fonds wiesen dabei eine fast vollkommen marktkonforme Ausprägung der Stärke- und Schwächephasen auf, welche durchaus wünschenswert ist, falls man von einer bevorstehenden Aufschwungphase des Index ausgeht. Andere weisen zwar die gleiche Richtungsabhängigkeit auf, konnten aber leichtere adverse Marktbewegungen besser abfedern. Deutliche Unterschiede existieren auch bzgl. der Aggressivität, wobei wir nochmals darauf hinweisen, dass hohe Aggressivität durchaus wünschenswert sein kann, sie sollte aber zur eigenen Marktmeinung und Gemütsverfassung passen.

Insgesamt gesehen unterbreitet die hier durchgeführte Analyse bereits einige Erkenntnisse und Tools für eine marktmeinungsgetriebene Allokation, sie kann die unterschiedlichen Stärke-/Schwächephasen der Fonds dahingehend nutzbar machen eine differenzierte, präferenzbasierte Einordnung der Fonds vorzunehmen. Man würde diese durch weitere Aspekte, wie z.B. drawdown/drawup Betrachtungen, wie sie in früheren Analytics Insight Reports bereits mehrfach gemacht wurden, anreichern. Da die Aussagen einen gewissen Mittelungscharakter haben, unterliegen die Schlussfolgerungen der Annahme einer Stationarität der Strategiefähigkeiten.

Für die hier betrachtete Peer Group gilt insbesondere noch die auf Seite 2 aufgeführte Relativierung: Die von der Peer Group vornehmlich gehandelten Risiko Prämien befinden sich unweit ihrer Tiefstände, ein Umstand, der von der Betrachtungsperiode nicht reflektiert wird.

Absolute World

Analytics Insight Report

7. Ausgabe

Oktober 2012



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

Matthias Moch, Tel: +49 (0) 160 756 5254