



Alles Alpha – oder was?

Teil 1: Die Verlässlichkeit populärer Kennziffern. Teil 2: Smart Beta – altes Konzept in neuem Kleid

Executive Summary und Conclusio

- Teil 1 vermittelt den Eindruck, welche Effekte bereits kleine Unterschiede hinsichtlich des Settlement Zeitpunkts zur Fondspreisfeststellung auf populäre Kennziffern haben können. So können dadurch perfekt korrelierte Produkte in nahezu unabhängige bzw. unkorrelierte Produkte gewandelt werden. Darüber hinaus weisen wir auf die mangelnde Aussagekraft einiger Kennziffern, insbesondere gegenüber gehebelten Strategien hin.
- Teil 2 stellt einige Smart Beta Varianten vor und relativiert diese in einem Kurzüberblick gegenüber dem relevanten Index. Dabei empfehlen sich einige der Varianten in positivem Marktumfeld durchaus als Index-Outperformer.

Allgemeines

In diesem Report möchten wir von unserem herkömmlichen Format, in welchem wir eine von uns auserkorene Gruppe von Fonds einer analytischen Betrachtung unterwerfen, abweichen. Wir werden im ersten Teil kurz darlegen, wie mit einfachen Mitteln Kennziffern wie sie allgemein zur Beurteilung der Ertragsqualität von Fondsstrategien herangezogen werden, stark verändert werden können – und somit für ihren eigentlichen Zweck disqualifiziert werden, wenn deren Nutzung nicht mit erforderlicher Sorgfalt gepaart wird. Ebenso führen wir die mangelnde Aussagekraft von Kennziffern wie der Sharpe- sowie der Information Ratio gegenüber gehebelten Strategien vor. Dies soll nicht die Kennziffern an sich diskreditieren, wohl eher als Mahnung verstanden werden mit welchen Relativierungen einfache Aggregationen zu betrachten sind. Im zweiten Teil dieses Reports betrachten wir – ebenfalls lediglich kurz ausgeführt – eine kleine Kongregation von „Smart Beta“ Strategien.

Teil 1: Die Verlässlichkeit populärer Kennziffern

Die Darstellung von Fonds wird heute i.a. stets von Werkzeugen begleitet, welche die Einschätzung der Performance Qualität ermöglichen soll. Diese stellen einfache Aggregationen der Performance Historie dar und bieten somit den Vorteil einer schnellen, auf einen Blick basierenden Einschätzung sowie, wegen der breiten Nutzung und Akzeptanz, effizienten Vergleichsmöglichkeit mit der Peer Group eines Fonds. Der Preis der Einfachheit und Effizienz ergibt sich zum einen durch den potentiellen Informationsverlust: Einfache Kennziffern stellen stets ein Komprimieren von Daten und Informationen dar, es ist nicht a priori gewährleistet, dass der damit einhergehende Informationsverlust nicht zu groß, dass lediglich nicht relevante Informationen herausgefiltert werden (diesem Effekt entgegen zu wirken dienen unsere Analytics Insight Reports, mit ihrem Versuch einer über die Kennziffern hinausgehende Analyse). Zum anderen weisen diese Kennziffern auch eine fehlende Robustheit gegenüber bereits sehr kleinen Abweichungen in der Berechnung auf. Es ist dieser zweite Aspekt, den wir hier an wenigen Beispielen verdeutlicht betrachten wollen.

Konkret wollen wir illustrieren wie Berechnungsunterschiede – wie sie trotz einheitlicher Nutzung der betrachteten Kennziffern weit verbreitet sind – zu sehr unterschiedlichen Ergebnissen und Interpretationen führen können. Insbesondere weisen diese Ausführungen auf einige einfache (bekannte) Möglichkeiten hin, wie ein Fondsmanager auf seine Daten zugreifen muss um zu vorteilhafteren Interpretationen zu gelangen. Dabei beschränken wir uns auf wenige Kennziffern und wenige Variationen und betonen dabei nochmals, dass diese Ausführungen nicht als Warnung vor der Nutzung der entsprechenden Kennziffern verstanden werden sollte, sondern dazu dienen sollte, das Bewusstsein gegenüber den Effekten der angesprochenen Berechnungsvarianten zu schärfen. Es ist keine Warnung vor den Kennziffern per se, wohl aber gegen deren undifferenzierte und unaufmerksame Nutzung und der Hinweis auf die Erkenntnis, dass robustere Einsichten nur durch vertieftes Sezieren der Daten zu erlangen sind.

Korrelation

Anfangen wollen wir mit der Korrelation eines Fonds zu ausgewählten Indices. Typischerweise wird in der Welt der Absolute Return Fonds eine geringe Korrelation – wenn nicht zu allen gängigen Indices – dann doch zumindest zu den Aktienindices angestrebt. Sie ist häufig Maßstab und Indiz für die Eigenständigkeit der Fondsstrategie und soll dabei insbesondere belegen, dass wenn es mit dem Index abwärts geht, der Fonds das noch lange nicht mitmachen muss.

Wir sehen das naturgemäß etwas differenzierter: Eine geringe Korrelation eines Fonds zu einem ausgewählten Index bedeutet in einer langanhaltenden Phase stetigen Anstiegs des Index typischerweise dass der Fonds nicht so stetig steigt, bzw. deutlich mehr Abwärts-Tage/Perioden aufweist. Ein in solcher Phase ebenfalls stetig steigender Fonds wird typischerweise eine recht hohe

Absolute World

Analytics Insight Report

14. Ausgabe

Juli 2014



Korrelation zu dem Index aufweisen, unabhängig von der Kausalität des Anstiegs. Insofern sehen wir zeitweise hohe Korrelationen weitaus weniger kritisch, wir wünschen uns eher eine hohe Korrelation zwischen Index-Korrelation und Index-Trend (s. etliche der früheren Reports), denn dies weist auf werthaltiges Allokationstiming hin.

Dies aber nur am Rande. Was wir bzgl. der Korrelation wirklich anbringen wollen ist dies: Um eine aussagefähige Korrelation zu erhalten sollte diese stets auf Basis sich zeitlich entsprechender Kurse berechnet werden, i.e. die Bewertung der Einzelpositionen des Fonds sollten zeitgleich zur Indexfeststellung erfolgen, bevor die Index- und Fonds-Zeitreihen miteinander verglichen werden. Das setzt insbesondere auch ein Mindestmaß an Liquidität der Fondspositionen voraus.

Was passieren kann, wenn dies nicht eingehalten wird, Fondskurse z.B. an Tagen mit Daten des Vortages berechnet werden oder falls Kurse des Fonds während des Handelstages mit Tages-Schlusskursen des Index verglichen werden, veranschaulichen die folgenden Tabellen. In diesen Tabellen vergleichen wir stets den S&P 500 Index („SPX“) mit einer Variante seiner selbst: Als Fondssurrogat nehmen wir dabei den SPX, festgestellt zu Kursen, welche sich zeitlich vom Tagesschlusskurs unterscheiden und vergleichen dann die Korrelation zum unveränderten SPX. Obwohl also der „Fonds“ nichts anderes als den SPX darstellt – nur zu leicht versetzten Zeiten betrachtet – weist die Korrelation zum realen SPX etwas völlig anderes aus.

Die erste Tabelle soll den Effekt simulieren, welcher entstehen kann wenn man „stale“ Daten, konkret Schlusskurse der Vortage zur Korrelationsberechnung heranzieht. Sie listet die Autokorrelationen des SPX für unterschiedliche Lags auf, i.e. sie nimmt den um n-Tage (Lag) versetzte Zeitreihe des Index und bestimmt dessen Korrelation mit der unveränderten Index Zeitreihe. An den wechselnden Vorzeichen der Korrelation sind Reversionseffekte zu erkennen, die über die Jahre unterschiedlich ausfallen. Deutlich wird aber, dass die – egal um welchen Lag – versetzte Zeitreihe mit der Originalzeitreihe eine nahezu verschwindende Korrelation aufweist. Oder anders ausgedrückt: Wenn ein Fonds den SPX perfekt repliziert, aber zur Preisfeststellung jeweils auf den/die Vortrag(e) zurückgreift, lässt sich dieser Fonds auf Basis der Korrelationen als unabhängig vom Aktienmarkt (sogar leicht negativ korrelierend) vermarkten.

	1-d	2-d	3-d	4-d	5-d	6-d	7-d	8-d	9-d
Gesamt	-7,47%	6,11%	-11,70%	2,87%	-15,03%	3,84%	-2,86%	3,01%	-4,82%
2011	-11,66%	-11,66%	11,38%	-17,26%	10,03%	-20,38%	5,06%	-3,33%	1,60%
2012	2,74%	2,74%	-1,86%	-6,99%	-12,90%	-9,54%	-2,39%	-4,05%	3,25%
2013	-9,61%	-0,43%	-2,00%	-1,06%	-8,55%	8,22%	1,53%	9,40%	-9,89%
2014 td	-0,10%	-10,55%	4,32%	-13,90%	5,87%	-1,29%	-8,64%	1,62%	-6,44%

Häufig stellt ein Fondsmanager die Preise tagesgleich zu einem Vergleichsindex fest, nutzt aber den Freiraum den Zeitpunkt während des Tages frei zu bestimmen, solange es sich um einen real gehandelten Preis handelt. Die nächste Tabelle soll die Korrelations-Effekte veranschaulichen, die auftreten können wenn zur Feststellung des Fonds-Tageskurses zwar auf tagesgleiche Marktdaten zurückgegriffen werden, aber nicht die Tages-Schlusskurse, wie sie für den Index in der Berechnung genutzt werden. Konkret nimmt sie die Tageshöchst- bzw. Tagestiefst Kurse des SPX (als Repräsentanten zweier herausragender Tages-Zwischenkurse) und listet die Korrelation dieser Kursreihen mit der Kursreihe der Tages-Schlusskurse des SPX. Auch hier stellt sich ein signifikanter Abschlag der Korrelation ein.

	Close-High	Close-Low
2011	58,64%	59,37%
2012	66,56%	62,16%
2013	57,71%	67,63%
2014 td	51,66%	76,59%

Zuletzt haben wir versucht den Effekt von Illiquidität zu simulieren: Für illiquide Märkte ist teilweise keine tägliche Preisfeststellung möglich, die Kurse werden in Abwesenheit von Handelsaktivität dann häufig auf den zuletzt gehandelten Preis fixiert, welcher dann durchaus längere Perioden unverändert bleiben kann (Structured Notes wurden bereits in den 90-er Jahre auf diese Weise bewertungstechnisch Schuldscheinen gleichgestellt um Fonds - welche Börsennotierung benötigten - in die gleiche abschreibungsfreie Position zu bringen wie Versicherungen mit strukturierten Schuldscheinen). Dazu haben wir unseren fiktiven Fonds als SPX ausgestattet, dessen Preis lediglich alle 2 bzw. 5 Tage angepasst wird und dann wieder die Korrelation mit dem unveränderten SPX über die Gesamtperiode berechnet. Auch hier reduziert sich die Korrelation vehement, obwohl die Kurse des



„Fonds“ und des Index alle 2 bzw. 5 Tage identisch sind.

	2d	5d
Gesamt:	33,22%	2,87%

Fazit: Um Korrelationen gegenüber einem Index zu drücken reicht bereits eine leichte zeitliche Verschiebung der Preisfeststellungen (zw. Index und Fond-Positionen). Selbst bei tagesgleicher Preisfeststellung, welche sich aber zeitlich von den Tages-Schlusskursen für den Index unterscheiden, sind die Reduktionen bereits erheblich. Wirklich erheblich (sogar im Vorzeichen verschieden) sind die Korrelationen falls auf „alte“ Daten zurückgegriffen wird, wobei 1 oder 2 Tage vollends ausreichen. Illiquidität mit der einhergehenden unvollständigen Preisfestsetzung führt auch sehr schnell zu drastischen Reduktionen der Korrelation. So können perfekte korrelierte Produkte in nahezu unabhängige Produkte verwandelt werden.

Beta und (Jensen) Alpha

Die oben beschriebenen Effekte auf die Korrelation zwischen einem Fonds und Vergleichsindices schlagen auch auf Kennziffern wie Alpha und Beta durch. Mit Alpha meinen wir hier das Jensen-Alpha, welches aus der Beta Berechnung (klassische Least Squares Regression gegenüber dem Index) als Residual resultiert. Es unterscheidet sich vom häufig genutzten Alpha Benchmark-orientierter Strategien, welches lediglich die Differenz eines Fondsertrages zum Ertrag seiner Benchmark – ohne Beta-Gewichtung - angibt. Das Jensen Alpha ist insbesondere im Benchmark-freien Absolute Return Segment hilfreich um Differenzierungen der Quellen der Werterzeugung (Alpha gegen Beta) vornehmen zu können.

Das Beta (als Least Square Regressions Koeffizient) ist dabei nichts anderes als die Korrelation zwischen Fonds und Vergleichsindex, multipliziert mit dem Verhältnis der Fonds- zur Index-Standardabweichung („Stabw“):

$$\beta = \rho \frac{\sigma(R_{F,t})}{\sigma(R_{I,t})}$$

Somit ist sofort ersichtlich, dass jegliche Variation der Daten bzw. der Berechnungsformen, welche die Korrelationen reduzieren, auch das Beta gegenüber diesem Index reduzieren. In der Konsequenz verändert sich dann natürlich auch das Alpha. Konkret bedeutet dies bei positivem Periodenertrag: Wird die Korrelation gedrückt, reduziert sich das Beta und es erhöht sich das Alpha und damit der „scheinbaren“ Mehrwert der Fondsstrategie. Oder anders ausgedrückt: Bei positiven Periodenertrag lässt sich eine (nicht so gerne gesehene) Indexabhängigkeit in Alpha - also vermarktungsfähigen Mehrertrag - wandeln, wenn man es nur versteht die Korrelation durch Datenmassage zu reduzieren.

Aus obiger Beta-Darstellung folgt natürlich ebenso, dass jegliche Methoden das Verhältnis der Standardabweichungen zu verändern einen ebensolchen Effekt auf das Beta und in der Folge auf das Alpha hat.

Fazit: Reduzierte Korrelation führt bei positiven Periodenertrag zu scheinbar geringerer Indexabhängigkeit und höherem Alpha.

Als Nebenprodukt lässt sich auch bestätigen, welche Auswirkungen Diversifikation haben: Jede Anlage mit geringer oder gar Null Korrelation (korrekt bemessen!!) zum betrachteten Index (wie z.B. Cat Bonds) kann das Alpha weiter erhöhen, wenn nur der Ertrag dieser Anlage höher als das Alpha der Strategie ohne diesen Zusatz ausfällt, i.e. der Marginal-Alpha-Effekt einer Anlage mit Ziel der Diversifikation ist positiv falls bei Korrelation von nahezu null der Periodenertrag höher als das Alpha des Portfolios ohne die Anlage ausfällt.

Als Bestätigung des bereits oben gezogenen Fazits, haben wir nachfolgend Alpha (annualisiert) und Beta des SPX mit veränderter Preisfeststellung – erste Tabelle: 1 Tages Lag, zweite Tabelle: Kursfeststellung zum Tageshoch/-tief, dritte Tabelle: Kursfeststellung alle 2 bzw. 5 Tage - jeweils wieder gegen den mit Tages-Schlusskursen berechneten SPX berechnet. Eigentlich sollten all diese Betas bei 100%, alle Alphas bei 0% stehen.

Alpha und Beta des SPX mit 1-d lag gegen SPX:

Alpha	7,34%
Beta	46,44%

Absolute World

Analytics Insight Report

14. Ausgabe

Juli 2014



Alpha und Beta des SPX mit tägl. Settlement am High bzw. Low gegen den SPX:

High	2011	2012	2013	2014 td
Alpha	0,04%	6,27%	13,58%	6,10%
Beta	41,93%	56,87%	45,16%	41,90%
Low	2011	2012	2013	2014 td
Alpha	0,78%	6,26%	9,82%	3,01%
beta	51,75%	56,87%	59,94%	67,54%

Alpha und Beta des SPX mit Kursfeststellung alle 2 bzw. 5 Tage gegenüber täglich festgestelltem SPX

	2d	5d
Alpha	10,68%	14,30%
Beta	22,81%	1,10%

Neben den durch Korrelationseffekte hervorgerufenen Variationsmöglichkeiten gibt es noch weitere Möglichkeiten Ertragsquellen, welche eigentlich Beta sind, als Alpha zu präsentieren. Das trifft insbesondere für Asset Allocation- bzw. Balanced Strategien zu: Da insbesondere diese Strategien in mehreren Märkten unterwegs sind, ist hier eine Beta-Betrachtung gegenüber lediglich eines Marktes unangebracht – weitere Beta-Quellen werden so als Alpha ausgewiesen.

Um diesen Effekt zu illustrieren haben wir uns einen Balanced Fonds vorgenommen (langjährige Historie, AuM über €1 Mrd, gute historische Performance) und betrachten für diesen Fonds die Alphas/Beta(s) zunächst einzig gegen den Eurostoxx 50, dann gegen den Aktienindex und dem REXP sowie zuletzt gegen die letzten beiden Indices und dem IBOXX Corporate Index. Die Alpha's und Beta's sind der nachfolgenden Tabelle zu entnehmen. Es überrascht nicht, dass das Alpha sukzessive abnimmt, je mehr Märkte in die Beta Betrachtung miteinbezogen werden, gibt doch das Alpha auch an, was von den Indices an Ertragsentwicklung nicht erklärt werden kann – es deutet aber auch die mangelnde Aussagekraft des Alpha für Strategie an, welche mehrere Segmente mit einbeziehen.

Alpha Beta des Fonds gegen zunehmende Anzahl von Indices

Alpha	Beta SXSE	Alpha	Beta SXSE	Beta REXP	Alpha	Beta SXSE	Beta REXP	Beta IBOXX
8,05%	-1,64%	6,54%	-0,26%	28,32%	3,68%	-2,09%	33,42%	29,76%

Allerdings muss man mit der Interpretation auch aufpassen: Hohe Korrelation bzw. Beta stellt nicht sogleich einen kausalen Zusammenhang her, es könnte sich dabei lediglich um die bekannten „spurious Correlations“ handeln. Um diese auszuschließen sollte man über die einfache Kennziffer-Betrachtung eingehendere Analysen durchführen.

Sharpe Ratio

Die Sharpe Ratio setzt den Zusatzertrag einer Strategie (welcher negativ sein kann) gegenüber einer risikolosen Anlage in das Verhältnis zur Stabw dieses Zusatzertrages.

$$SR = \frac{(R_{F,T} - R_{o,T})}{\sigma(R_{F,t} - R_{o,t})}, \text{ wobei } R_{F,T} \text{ bzw. } R_{o,T} \text{ den Periodenertrag des Fonds resp. der risikolosen Anlage darstellt, der Nenner}$$

die Stabw der (z.B.) täglich festgestellten Erträge.

Als risikolose Anlage wird eine Anlage in gleicher Währung wie der Fonds mit minimal verfügbarem (ex ante) Risiko angesehen. Im Euro Bereich werden dazu häufig Bundes-Emissionen genutzt. In der Praxis wird dabei häufig auf eine über die Betrachtungsperiode re-investierende risikolose Anlage zurückgegriffen, z.B. quartalsweise reinvestierte 3-Monats Bund Renditen zur Berechnung einjähriger Ratios – das widerspricht allerdings der Maxime des minimalen Risikos der „risikolosen“ Anlage: Eine einmalige Investition in 12 Monats Staatsrisiko kommt ohne das Wiederanlagerisiko aus und ist daher zu präferieren. Die Konsequenz der Eliminierung des Wiederanlagerisikos ist eine Vereinfachung der Berechnung: Die sichere Anlage weist über den Betrachtungszeitraum keine Volatilität auf und somit reduziert sich die Stabw des Zusatzertrages auf die Stabw des Fondsertrages.

$$SR = \frac{(R_{F,T} - R_{o,T})}{\sigma(R_{F,t})}$$



Die so definierte Sharpe Ratio weist allerdings aus unserer Sicht noch einen gravierenden Nachteil auf, welcher die Beurteilung der Ertragsqualität eines Fonds beeinträchtigt: Das Hebeln der Strategie bzw. die Strategie als gehebelte Indexanlage erhöht die Sharpe Ratio gegenüber dem ungehebelten Pendant. Dabei sollte Hebeln eigentlich nicht mit verbesserten Kennzahlen als die/der ungehebelte(r) Anlage/Index aufwarten – die Ertragsqualität hat sich durch bloßes Hebeln nicht verbessert, konstantes, zeitlich nicht variables Hebeln ist keine an sich werthaltige Strategiekomponente, welche eine explizite Manager Kompensation rechtfertigt. Wie sich leicht nachrechnen lässt, steigt die Sharpe Ratio durch Hebeln!

Fazit: Hebeln erhöht die Sharpe Ratio

Aus diesem Grund präferieren wir statt der Sharpe Ratio die einfache Ratio – Periodenertrag zu Stabw der Strategie, i.e. das Herauslassen der risikolosen Anlage, welche wir nachfolgend als revidierte Sharpe Ratio bezeichnen: $rSR(R_F) = \frac{R_{F,T}}{\sigma(R_{F,t})}$, wobei

$\sigma(R_{F,t})$ die Stabw der täglich festgestellten Fondserträge und $R_{F,T}$ der Periodenertrag des Fonds (korrekter wäre hier der annualisierte (bzw. periodisierte) Mittelwert der täglich festgestellten Fondserträge). Die revidierte Sharpe Ratio kommt ohne das Manko der Überbewertung von Hebeln aus.

Information Ratio

Eine weitere, der Sharpe Ratio ähnlichen Kennziffer für Benchmark-orientierte Strategien ist die Information Ratio („IR“). Sie orientiert sich an der - ebenfalls - als Alpha (unterscheidet sich von Jensen’s Alpha) bezeichneten Outperformance der Fondsstrategie relativ zur gewählten Benchmark.

Konkret stellt sie die revidierte Sharpe Ratio der Outperformance der Fondsstrategie dar i.e. das Verhältnis von Alpha zur Stabw der Outperformance (Alpha-Prozess):

$$IR(R_{F,t}) = \frac{R_{F,T} - R_{B,T}}{\sigma(R_{F,t} - R_{B,t})} = rSR(R_{F,t} - R_{B,t}) = rSR(\alpha_t) \text{ wobei } R_{B,t} \text{ und } R_{F,t} \text{ für die Erträge Benchmark resp. den Fonds}$$

stehen und $\alpha_t = R_{F,t} - R_{B,t}$ den Alpha –Prozess darstellt.

Unsere Kritik an der Aussagekraft der IR fußen wir, wie schon bei der SR, auf die Ergebnisse der IR gegenüber Anlagen welche lediglich durch konstantes Hebeln eines Index versuchen Wert zu erzeugen. Um dies kurz zu illustrieren: Falls die Strategie lediglich darin besteht die Benchmark zu hebeln, i.e. $R_{F,t} = (1 + \delta)R_{B,t}$, wobei $R_{B,t}$ und $R_{F,t}$ für den Tagesertrag der Benchmark, respektive des Fonds stehen und δ den gehebelten Anteil bezeichnet, dann ist die IR der Strategie gleich der revidierten Sharpe Ratio der Benchmark, $IR(R_{F,t}) = rSR(R_{B,t})$.

Der Umkehrschluss – wenn die IR gleich der revidierten Sharpe Ratio der Benchmark ist, dann hebelt die Strategie lediglich gilt nicht. Trotzdem kann man die revidierte Sharpe Ratio der Benchmark als Vergleichswert für die IR des Fonds aufstellen. Falls diese nicht überboten wird, wäre man mit einer gehebelten Benchmark Strategien besser gefahren (ein weiterer Grund die revidierte Sharpe Ratio zu goutieren).

Oder anders ausgedrückt: Eine optisch attraktive IR einer Strategie gegenüber einer gewählten Benchmark kann voll und ganz der Benchmark (eigentlich der rSR der Benchmark) geschuldet sein.

Zuletzt wollen wir noch kurz vermerken, warum aus unserer Sicht die IR nichts „wirklich Neues“, relativ zu den vorab betrachteten Kennziffern für Fonds wie Benchmark, darstellt. Wie sich leicht herleiten lässt gelten die folgenden Identitäten:

$$\alpha = (\beta - 1)R_{B,t} + \alpha_J \text{ sowie } IR(R_{F,t}) = rSR(R_{B,t}) + \frac{\alpha_J}{(\beta - 1)\sigma(R_{B,t})}$$

wobei hier $R_{B,t}$ und $R_{F,t}$ für den Tages-/Periodenertrag der Benchmark, respektive des Fonds stehen und α_J für das Jensen Alpha (aus Regression bzw. Beta Analyse), sowie α für die reine (Perioden-) Differenz zwischen Fonds und Benchmark.

Daraus folgt, dass die im „simplen“ Alpha enthaltene Information durch das Jensen-Alpha und Beta erbracht wird. In der



Konsequenz heißt das, dass die IR lediglich Informationen der Benchmark oder besser deren rSR, sowie die Resultate der (Jensen) Alpha und Beta Analyse des Fonds relativ zur Benchmark aggregiert.

Fazit: Die IR ist nicht in der Lage Hebel und damit auch eigene Managementleistung von durch Benchmark erbrachter Leistung effizient zu differenzieren. Darüber hinaus enthält bereits das Jensen-Alpha und die rSR der Benchmark die durch die IR aggregierten Informationen.

Teil 2: Smart Beta

Nachdem insbesondere im Hedge Fonds- und Absolute Return Segment schon seit langem über Sinn und Wesen von Alpha ohne allzu großen Erkenntniszuwachs gestritten wurde, geht man nun langsam zum nächsten Buchstaben des griechischen Alphabets über, dem Beta. Zwar gilt nach wie vor ein hohes Beta als Makel, als Indiz für eigene Phantasielosigkeit Alternativen zu passiven Indexanlagen aufzusetzen, suggeriert es doch zum einen, dass man nicht selbst sondern der Markt potentiellen Wertzuwachs verantwortet. Zum anderen deutet ein hohes Beta auch auf vom Markt bestimmtes Verlustpotential hin, was es eigentlich zu vermeiden gilt.

In der Neubetrachtung wird Beta aber nicht mehr nur als schlecht angesehen, man muss es nur aktiv und schlau handhaben: Regelbasierte, direkt auf einen Markt bzw. Index basierte Allokations- und Timing-Strategien heben den Makel auf, man bewirbt die damit zum Markt/Index entstehenden Differenzen nicht mehr als Alpha sondern als „Alternative Beta“ bzw. „Smart Beta“.

Vielfach werden diese beiden Beta-Varianten als identisch betrachtet – wir sehen das wieder einmal anders: Während Alternative Beta i.a. über Indices (Futures, ETF, Optionen) umgesetzt wird und dabei die Indices als unveränderliche Anlage-units/Atome betrachtet werden um über regelbasierte Timing Entscheidungen Benchmark-freie Zielsetzungen zu erfüllen, sehen wir Smart Beta als Strategie Variante im Benchmark Bereich an. Dabei versucht Smart Beta durch das Aufbrechen der vorher benannten Anlage-Units, z. B. durch die Veränderung der Gewichtung von Indices an sich, Mehrwert gegenüber eben diesem Index zu erzeugen.

Ein typisches Smart Beta Produkt basiert auf der alternativen Berechnung von Aktien Indices, nicht wie häufig kapitalisierungsgewichtet sondern, z.B., gleichgewichtet. Die Philosophie hinter diesem konkreten Beispiel wäre dann die Sichtweise, dass neue und kleinere Unternehmen die alten und großen, i.e. gewichtigen Unternehmen out-performen.

Ein Unterscheidungsmerkmal der beiden Beta Varianten – Alternative gegen Smart - wäre die erwünschte niedrige Korrelation von Alternative Beta zu anderen Märkten. Für Benchmark getriebenen Smart Beta Varianten ist dagegen durchaus eine hohe Korrelation willkommen.

Die alternative Berechnung von Indices als Strategiegrundlage ist natürlich nicht neu und wurde schon recht lange von Hedge Fonds (z.B. Winton) und Banken umgesetzt – die derzeitige Welle an Smart Beta Produkten ist somit wohl weniger der Innovationskraft der Banken geschuldet, als eher der Reduktionen des Prop Tradings innerhalb der Banken sowie der einhergehenden Umorientierung von Eigenumsetzung der Handelsideen zu Kundenprodukten, bei welchen nun der Kunde das Marktrisiko übernimmt.

Wir haben nachfolgend einige Smart Beta Versionen, allesamt auf den S&P 500 („SPX“) ausgerichtet, aufgeführt. Wir listen für diese einige klassische Kennziffern auf, um auch zu untermauern, dass wir trotz kritischer Betrachtung im ersten Teil des Reports, diese einfachen Aggregationen nicht rundheraus ablehnen und weil die Darstellung der Smart Beta Versionen hier eher vorstellenden und einführenden Charakter haben soll. Eine detailliertere Analyse ist einem späterem Report vorbehalten.

Konkret betrachten wir folgende, jeweils als ETF umgesetzte Smart Beta Varianten (Strategien sind es eigentlich nicht) auf US Aktien:

- **Guggenheim S&P 500 Equal Weight** ETF welcher den S&P 500 Equal Weight Index repliziert, i.e. den Index, welcher alle S&P 500 Konstituenten gleichgewichtet im Gegensatz zur Kapitalisierungs-Gewichtung aggregiert.
- **i-shares MSCI USA Minimum Volatility** ETF Index-Zusammensetzung auf Basis von Charakteristika niedriger Volatilität.
- **Powershares RAFI US 1000** ETF repliziert den FTSE RAFI US Index, deren Gewichtung auf fundamentalen Regeln basiert.
- **Powershares Dynamic Market** repliziert den Dynamic Market Intellidex Index, deren Gewichtung auf fundamentalen, technischen und Risiko-relevanten Regeln basiert.

Die Zielsetzung der oben aufgeführten Smart Beta Varianten ist es den SPX durch die beschriebenen Berechnungs-

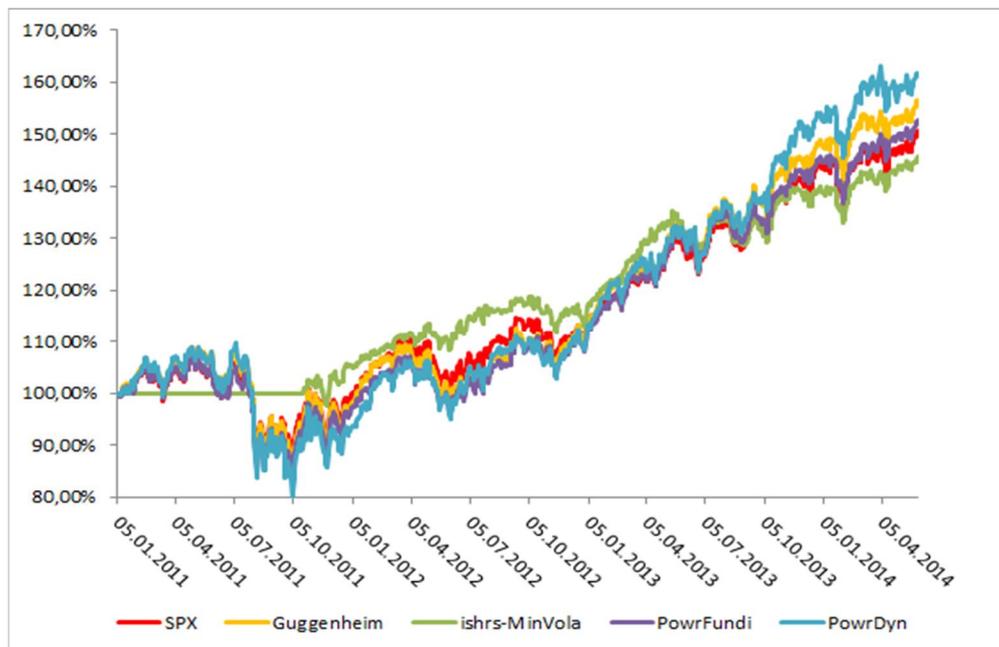
Absolute World Analytics Insight Report 14. Ausgabe

Juli 2014

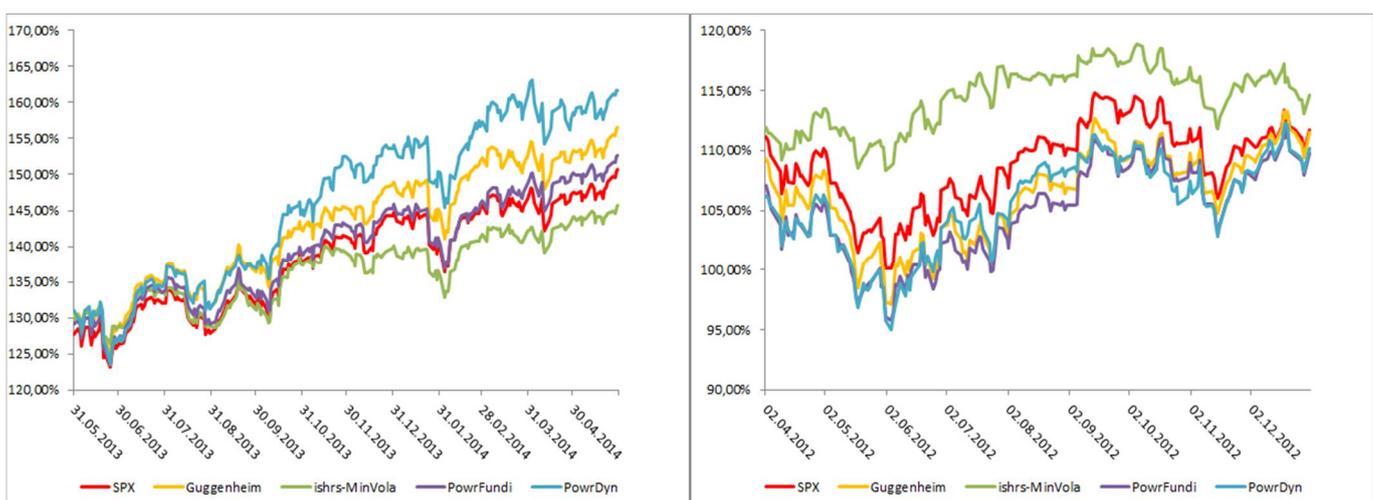


/Gewichtungsmethoden zu schlagen bzw. eine Risiko-reduzierte SPX Variante zu schaffen (Min Vola).

Die nachfolgende Graphik stellt die Performance der ETF'S (der MinVola ETF startete erst im Oktober 2011) sowie des S&P500 für die Periode vom 1. Januar 2011 bis 31. Mai 2014. Die MinVola Variante sieht dabei in der Tat weniger volatil, i.e. Beta kleiner 1, aus. Die anderen Varianten können sich erst ab Mitte bis Ende 2013 signifikant vom Index lösen.



Um Unterschiede etwas hervorzuheben, haben wir nachfolgend zwei Zwischenperioden herausgegriffen: Das letzte Jahr der Beobachtungsperiode bis zum Juni 2014, in welcher sich die positiven Divergenzen zum Index stetig herausarbeiten. Die Nähe zum Index bleibt dabei stets evident. Die zweite Graphik illustriert die Periode von April 2012 bis Januar 2013, welche für den Index durch gute Schwünge bei gleichzeitig neutraler Gesamtpformance gekennzeichnet ist. Die MinVola Variante wird hierbei Ihrem Anspruch nach geringerer Schwankungsintensität gerecht, kann sogar relativ zum Index einen positiven Bias für die Periode herausarbeiten, alle anderen Varianten geben und schenken sich gegenüber dem Index in dieser Phase nichts. Man beachte dass der Kursverlauf nicht auf 100% per Anfang normiert ist sondern lediglich eine ge-zoomte Version aus obiger Graphik darstellt, die Kursverläufe dementsprechend bereits mit Differenzen diese Periode beginnen.

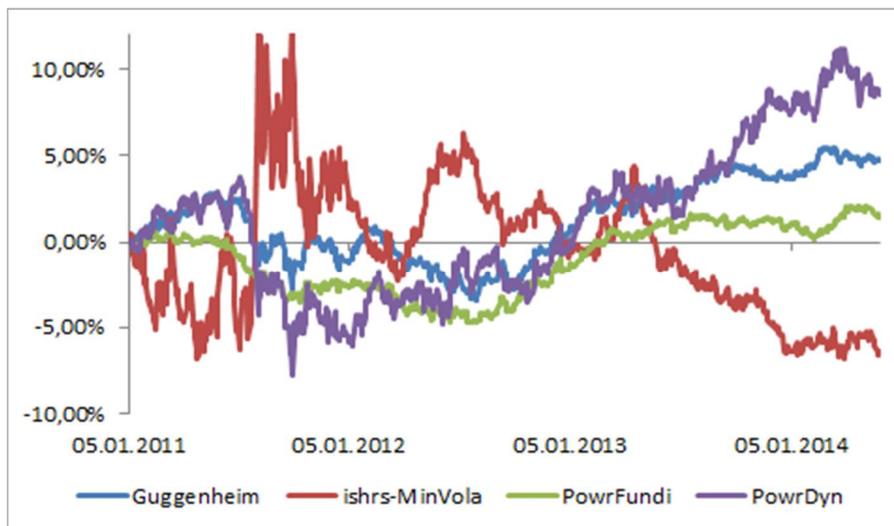


Absolute World Analytics Insight Report 14. Ausgabe

Juli 2014



Die nachfolgende Graphik illustriert die Differenz der Varianten zum Index. Diese Darstellung ist gegenüber der MinVola Variante nicht ganz fair, da diese Variante eher auf Risikoreduktion denn auf Index-Outperformance setzt. Für die anderen Varianten verdeutlicht die Graphik den Wertzuwachs gegenüber dem Index ab 2013.



Zuletzt betrachten wir noch zur kurzen Einordnung einige der klassischen Kennziffern, eine eingehende Analyse ist damit nicht ersetzt. In den nachfolgenden Tabellen sind zunächst die Kennzahlen für die Gesamtperiode – Jan 2011 bis Jun 2014 angegeben, danach für die einzelnen Kalenderjahre der Periode (für 2014 ytd), angeordnet.

Für die beiden Spalten rechts außen in der ersten Tabelle haben wir die Guggenheim- sowie die Power Dynamic Market Variante einer gehebelten SPX-Variante gegenübergestellt. Der Hebel wurde jeweils so gewählt, dass die Hebel-SPX-Variante den gleichen Periodenertrag abwirft wie die Guggenheim Variante (Index LevGugg) respektive wie die Power Dynamic Market Variante (Index LevPwrDyn). Diese beiden Spalten sollen einen Eindruck darüber vermitteln ob die Smart Betas den gleichen Ertrag schlauer als der Index erzeugen, i.e. ob man durch simples Hebeln des Index nicht besser dasteht als die Smart Beta Varianten.

Zunächst fällt in der Gesamtperiode auf, dass alle Smart Beta Varianten eine höhere revidierte Sharpe Ratio als der Index aufweisen. Risiko reduzierend wirkt lediglich die dafür auch ausgelegte MinVola Variante, bei entsprechend deutlich geringerem Gesamtertrag – was aber noch für die beste Gesamt-Sharpe Ratio reicht. Die gehebelten Index Anlagen kommen nicht (ganz) an die Sharpe Ratios ihrer Vergleich Smart Beta Strategien heran, auch die Volas sind leicht höher.

Aus der Kalenderjahrbetrachtung kann man die relativen Stärken und Vorteile der verschiedenen Varianten ablesen. Es überrascht nicht, dass die MinVola Variante (auch später gestartet) 2011 deutlich am besten abschneidet. Guggenheim und die Power Dynamic Market Varianten werden zwar 2011 vom Index dominiert, kehren dieses Verhältnis für die restlichen Jahre aber um. Ebenso kommen die maß-gehebelten Index Anlagen nicht gegen diese beiden Smart Betas an (letzten beiden Spalten).

Absolute World Analytics Insight Report 14. Ausgabe

Juli 2014



Gesamt	Guggenheim	ishrs-MinVola	PowrFundi	PowrDyn	SPX	Index LevGugg	Index Lev PwrDyn
vola	17,61%	8,72%	16,35%	18,55%	16,02%	17,69%	19,02%
return	50,14%	39,00%	46,89%	53,91%	45,40%	50,14%	53,91%
rSR	2,85	4,47	2,87	2,91	2,83	2,83	2,83
IR	1,60	-0,51	0,63	1,29		2,83	2,83
2011	Guggenheim	ishrs-MinVola	PowrFundi	PowrDyn	SPX	Index LevGugg	Index Lev PwrDyn
vola	25,80%	6,65%	23,79%	26,94%	23,29%	25,72%	27,65%
return	0,07%	5,44%	-1,31%	-4,05%	1,21%	1,33%	1,43%
rev. Sharpe	0,00	0,82	-0,05	-0,15	0,05	0,05	0,05
IR	-0,31	0,19	-0,93	-0,69			
2012	Guggenheim	ishrs-MinVola	PowrFundi	PowrDyn	SPX	Index LevGugg	Index Lev PwrDyn
vola	13,92%	9,12%	13,05%	13,89%	12,72%	14,04%	15,10%
return	15,13%	8,80%	14,29%	18,29%	13,39%	14,79%	15,90%
rSR	1,09	0,96	1,10	1,32	1,05	1,05	1,05
IR	0,61	-0,72	0,35	0,80			
2013	Guggenheim	ishrs-MinVola	PowrFundi	PowrDyn	SPX	Index LevGugg	Index Lev PwrDyn
vola	12,00%	9,86%	11,33%	13,08%	11,02%	12,18%	13,09%
return	29,73%	20,58%	29,07%	34,48%	26,55%	29,33%	31,53%
rSR	2,48	2,09	2,57	2,64	2,41	2,41	2,41
IR	1,25	-1,40	1,25	1,35			
2014 td	Guggenheim	ishrs-MinVola	PowrFundi	PowrDyn	SPX	Index LevGugg	Index Lev PwrDyn
vola	11,92%	9,24%	11,10%	14,66%	11,43%	12,62%	13,57%
return	5,22%	4,18%	4,84%	5,18%	4,26%	4,70%	5,05%
rSR	0,44	0,45	0,44	0,35	0,37	0,37	0,37
IR	0,49	-0,02	0,31	0,14			

Die nachfolgenden Alpha-Beta Tabellen erläutern das Risikoverhältnis der jeweiligen Varianten gegenüber dem Index wie auch den Ertragsteil, der nicht durch den Index erklärbar ist. Dieser Anteil fällt bei Guggenheim eher gering aus, was den Eindruck erwecken könnte, Guggenheim stellt lediglich eine Hebel-Variante dar – dies wird aber durch die Index LevGugg Spalte der vorigen Tabelle relativiert.

Gesamt	Guggenheim	ishrs-MinVola	PowrFundi	PowrDyn
alpha ann.	0,23%	7,16%	0,30%	1,36%
beta	1,09	0,34	1,01	1,09
2011	Guggenheim	ishrs-MinVola	PowrFundi	PowrDyn
alpha ann.	-1,26%	5,49%	-2,51%	-5,27%
beta	1,10	0,10	1,02	1,11
2012	Guggenheim	ishrs-MinVola	PowrFundi	PowrDyn
alpha ann.	0,75%	0,33%	0,82%	5,32%
beta	1,07	0,63	1,01	0,98
2013	Guggenheim	ishrs-MinVola	PowrFundi	PowrDyn
alpha ann.	1,44%	-1,31%	2,22%	6,44%
beta	1,07	0,83	1,01	1,06
2014	Guggenheim	ishrs-MinVola	PowrFundi	PowrDyn
alpha ann.	2,06%	2,21%	1,85%	0,60%
beta	1,03	0,77	0,96	1,16

Fazit: Wer eine Outperformance des SPX Index sucht und optimistisch bzgl. dessen Entwicklung ist (sonst würde er auch eher die Finger vom Aktienmarkt lassen) ist mit Guggenheim und dem Power Dynamic Market eigentlich – auf Basis der einfachen Kennziffern - gut bedient. In positivem Marktumfeld weisen diese leicht bessere Kennziffern als der Index auf, lediglich Hebeln des Index erklärt diesen Vorsprung nicht. Die MinVola Variante ist als Outperformance Instrument nicht geeignet, wohl aber durchaus als konservative Indexanlage.

Diese Aussagen beruhen lediglich auf den genutzten einfachen Kennziffern und somit mögen die gezogenen Schlussfolgerungen bei genauerer Analyse zu revidieren sein.

Datenquellen: Bloomberg, L.P., eigene Berechnungen

Absolute World

Analytics Insight Report

14. Ausgabe

Juli 2014



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 2014, Absolute World. Alle Rechte vorbehalten.

Juli 2014