Absolute World

Analytics Insight Report
10. Ausgabe

Juni 2013

Attribute Based Fonds Selektion
Eine robuste Portfolio Konstruktion im Vergleich mit klassischen Selektionsmethoden

Executive Summary und Conclusio

- Fonds Portfolien unter der von AbsoluteWorld entwickelten Attribute Based Fonds Selektion („ABS“) werden verschiedenen quantitativen Portfolio Konstruktionsmethoden gegenüber gestellt.
- Die ABS Methodik stellt auf pfadabhängige Performance-Attribute ab, sie ist unabhängig von aggregierten Kennzahlen, insbesondere von historischer Performance.
- Die ABS Methodik dominiert die Alternativen im Allgemeinen, insbesondere in Bezug auf Robustheit.
- Der Preis für die Überlegenheit der ABS Methodik ist die aufwendige Vorbereitung bei der Definition der Attribute.

In den letzten *Analytics Insight Reports* hatten wir komparative Analysen von Einzelfonds durchgeführt, mit der Zielsetzung robuste Differenzierungsmöglichkeiten zwischen den Einzelfonds herzuleiten, welche auf pfadabhängigen Performanceeigenschaften abstellen. Diese dienen als Basis um Einordnungen zu ermöglichen, welche jenseits der herkömmlichen, auf einfachen Kennziffern basierenden Methoden liegen. In diesem Report wollen wir den sich daran anschließenden, nächsten Schritt betrachten: Wie kann die Analyse der vorigen Reports, insbesondere die herausgearbeiteten Eigenschaften und Attribute der Einzelfonds in eine Portfolio-Konstruktion einfließen.
Die von uns dazu favorisierte Methode hatten wir bereits im *Analytics Insight Report 3* als „Attribute Based Fund Allocation“ vorgestellt. Wir wollen in diesem Report die Fonds-Portfolio-Konstruktion mit dieser Methodik einigen klassischen Selektionsmethoden gegenüberstellen.

Allgemeines
Unsere Sichtweise zu Fund-of-Funds haben wir hinlänglich in einigen unserer vergangenen Reports kundgetan, wie auch unsere kritische Haltung den verschiedenen Selektions- und Portfolio-Konstruktionsansätzen gegenüber: Auf der einen Seite halten wir ein verwaltetes Portfolio von Fonds eigentlich für eine feine Sache. Man lässt eine vorgegebene Marktmeinung oder ein Anlage-Thema (wie z.B. Zeitwert-Strategien) von einem F-of-Fs Manager konstruieren und die Allokation in die einzelnen Fonds in Abhängigkeit von Markt- und Präferenzentwicklung periodisch adjustieren. Man hat sich somit auf das Grobe, die Vorgaben, beschränkt und überlässt die Details, die Einschätzung der Validität der jeweiligen Strategie, der Äquivalenz von Strategie und Markt/Präferenzvorgaben, die Korrektheit gemachter Aussagen und die Nachhaltigkeit der Performance, sogenannten (selbsternannten) Experten.
In der Realität kann aber die von vielen Anbietern erarbeitete Zusammenstellung der Portfolien nicht einmal mehr die ewig gestrigen Anhänger der Markowitz-Diversifikation überzeugen: Der Fokus auf Diversifikation, die Obsession mit Risiko Aversion und Blendung durch historische Erträge resultieren allzu oft in einem performancelosen Anlage-Brei, ohne die Signatur eines höheren Verständnisses der Einzelfondsstrategien seitens der Selektoren und F-of-F Manager.

Wir halten die Grundidee von aktiv verwalteten F-of-Fs nach wie vor für richtig, propagieren aber eine deutliche Überarbeitung und Verbesserung des Selektions- und Managementprozesses.

Ansichten zu herkömmlichen Selektionsmethoden
Es präsentieren sich nicht nur viele Anbieter von F-of-Fs oder Fonds-Portfolien im Markt, sondern fast ebenso viele Methoden ein Portfolio zu konstruieren, die Einzelfonds zu selektieren und das Ganze zu steuern. Diese reichen von rein qualitativen-, über gemischt qualitative/quantitative bis hin zu sehr komplexen, rein quantitativen Methoden.

Die rein qualitative Betrachtung stellt die Methodik mit geringstem Aufwand für den Selektor dar: Er sitzt dem Einzel-Fondsmanager gegenüber, manchmal noch nicht einmal vor Ort und konfrontiert ihn mit Fragen um so eine Einschätzung der Strategie und der handelnden Personen zu erlangen. Dieser „Schau-mir-in-die-Augen, Kleines“ Ansatz mag vor vielen Jahren für einen Humphrey Bogart ausgereicht haben um zumindest die Damenwelt zu verzücken, in der Welt der sich chronisch selbst überschätzenden Anlagemanager ist solch ein Ansatz völlig fehl am Platz. Diese Sichtweise wird gestützt durch die über 20 jährige Erfahrung der Autoren als Asset Manager, in der sie vielen „Selektoren“ gegenübersaßen, aber von keinem Einzigen die richtigen Fragen zu hören bekamen. Allerdings flankieren die auf rein qualitative Beurteilung insistierenden Selektoren häufig doch die letztendliche Selektion mit der Berücksichtigung historischer Performance – unsere These ist allerdings, dass man die gleiche Effizienz in der Portfolio Konstruktion erreicht, wenn man nur die Performance heranzieht und die qualitative Beurteilung ganz weglässt. Wir haben in der unten ausgeführten Analyse genau diese simple Variante – Selektion auf Basis rein historischer Performance - als eine

Selektionsmethodik mit einbezogen. Sie sieht im Vergleich zu komplizierteren Methoden dabei sogar recht gut aus.

Häufiger Schwachpunkt des qualitativen Teils einer Selektion ist die Tatsache, dass kaum ein Selektor die verbal oder auch im Rahmen von Questionaires gemachten Angaben zu Fondsdaten, Strategie und Gesellschaft überprüft – so werden häufig inkorrekte Angaben zu AuM, historische Fondsperformance und Anzahl involvierter Personen ungeprüft übernommen. Oft fehlt es den Selektoren an einschlägiger Erfahrung um Strategien beurteilen zu können. Subtile, aber wesentliche Aussagen zum Risiko Management und Strategieverhalten in Extremsituationen sollten stets anhand von historischen Performancedaten über spezifische Szenarien quantitativ überprüft werden. Aber auch dieser Möglichkeit haben sich Manager schon entzogen, indem sie nach turbulenten Marktphasen Fonds schließen um sogleich einen neuen Fonds mit gleicher Strategie, aber eben einem „clean slate“, ohne überprüfbare Historie, auflegen. All dies lässt uns auf ausgiebige Datenanalyse und eine Mindesthistorie von mehreren Jahren bzw. zumindest der Inklusion turbulenter Marktphasen insistieren.

Viele der rein quantitativ ausgerichtete Selektionsmethoden weisen allerdings auch, z.T., eklatante Schwachpunkte auf: Die Methodik ist selten robust, sie basiert auf vergangenheitsbezogene Daten, für welche die, in die Zukunft gerichtete Persistenz genutzter Kennziffern, häufig sehr eingeschränkt ist. Auch ist der wirkliche Mehrwert komplexer Verfahren oft nicht offensichtlich. Symptomatisch dafür steht die Aussage eines Schweizer Selektors, welcher sich einer sehr komplexen Optimierung zur Selektion bedient: „....es ist komisch, die optimalen Fonds (in unserem komplizierten Prozess) sind immer die, die zuletzt die beste Performance hatten...“

In diesem Report wollen wir uns im Segment der quantitativen Selektion tummeln und insbesondere die Kritik der mangelnden Robustheit dieser Methoden widmen.

Attribute Based Selektion
Im *Analytics Insight Report 3* haben wir bereits eine eigene, völlig ohne Optimierung auskommende Selektiosmethode vorgestellt: Die Attribute Based Selektion („ABS“). Zielsetzung war es, eine auf historisches Performanceverhalten zurückgreifende Methodik zu entwickeln, welche nicht unter dem Mangel an Robustheit der sonstigen, zur Portfolio Konstruktion genutzten Optimierungsmethoden leidet. Die Methodik formuliert präferierte Attribute/Eigenschaften der Fondsperformancedaten und selektiert auf dieser Basis gemäß den Ausprägungen der gewählten Attribute. Sie nutzt keine aggregierten Kennziffern sondern Eigenschaften die vom Verlauf der Performancehistorie abhängen (Pfadabhängigkeit!). Insbesondere nutzt sie in der vorliegenden Variante keine reinen Ertragszahlen sowie keine Risikomaße.

In diesem Report wollen wir zwei unterschiedliche Fonds-Portfolien auf Basis der ABS konstruieren (Attribute Based Indices, „ABI“) um sie Portfolien gegenüberzustellen, welche mit herkömmlichen Methoden selektiert werden. Konkret soll ein Portfolio aus Balanced Mandaten (TAA) erstellt werden, sowie ein zweites, welches auf Zeitwertertrag abstellt und welches wir als Vola-Portfolio bezeichnen.

Die Liste der präferierten Attribute wird von den eigenen Erwartungen an ideale Performanceeigenschaften abhängen. Gerade darin liegt die Stärke, aber auch die Schwäche dieser Methodik. Sie erreicht eine Robustheit, welche mit herkömmlichen Methoden nicht ansatzweise repliziert werden kann. Die Erstellung der Attributsliste ist allerdings aufwendig, deren Erfolg abhängig von der Formulierung robuster Attribute: Eigenschaftsformulierungen wie „.. verliert nie..“ sind dafür ungeeignet. Ohne auf die Attributslisten der nachfolgend analysierten Fonds-Portfolien im Detail einzugehen, sei hier lediglich erwähnt, dass für das Balanced Portfolio u.a. Timing Eigenschaften, sowie für das Vola Portfolio Carry Eigenschaften wie sie von uns bereits in früheren *Analytics Insight Reports* genutzt wurden. Darüber hinaus bieten auch die *Analytics Insight Reports 7-9* einen Einblick wie Attributslisten erstellt werden können. Die Attributslisten umfassen jeweils etwa 30-35 verschiedenen Attribute. Die ABS Methodik evaluiert die Fonds inwieweit sie die jeweiligen Attribute erfüllen, die letztendliche Gewichtung der Fonds im Portfolio richtet sich nach der Ausprägung der Attribute.

Die Vergleichskandidaten
Der ABS Methodik stellen wir Portfolien, welche durch verschiedene Optimierungsverfahren konstruiert wurden, gegenüber. Davon optimieren drei Methoden das Ertrags/Risiko Verhalten. Konkret sind das: Eine Mean-Varianz Optimierung (hier: Optimierung der Sharpe Ratio, „Sharpe Portfolio“), sowie die Ertrags/CVAR Optimierung („CVAR Portfolio“). Wir bevorzugen das CVAR dem VAR, welches den historischen Verlust im Falle einer Unterschreitung des VAR angibt, i.e. wenn der Verlust höher als das VAR ist, wie viel

wird dann durchschnittlich verloren.
Die dritte Optimierung nach Ertrags/Risiko Kriterien optimiert nach Alpha/maximales Drawdown („ Alpha DD Portfolio“), wobei hier das Alpha gegenüber dem € Stoxx 50 Index berechnet wird.
Zusätzlich betrachten wir zwei Selektionsmethoden ohne Risikokennziffer: Eine Optimierung nach reinem Alpha („Alpha Portfolio“), sowie die auf reine, historische Performancezahlen („Best Portfolio“) hin ausgerichtete Selektion.

Jedes Portfolio wird für das anstehende Quartal konstruiert, indem die jeweilige Optimierung über die 24 Monate zuvor durchgeführt wird und diese Methodik am Anfang eines jeden Quartals wiederholt wird. Die Gewichtung ergibt sich über das relative Gewicht der jeweiligen Optimierungsgrößen (i.e. dem Verhältnis eigene Optimierungsgröße relativ zur Summe aller positiven Optimierungsgrößen).

Ausgewählt werden Fonds aus einem Universum von UCIT Fonds, bzw. Fonds unter Richtlinien eines EU Landes. Die Gesamtheit aller zugrundeliegenden Fonds entspricht allen Fonds, welche auf www.absoluteworld.eu aufgeführt sind (ohne Indices und Alternative Beta Produkte).

Die nachfolgende Tabelle 1 fasst die verschiedenen Selektionsmethoden, welche auf die beiden Themen, Balanced und Vola, angewandt werden nochmals zusammen:

Tabelle 1

Portfolio	Optimierungsgröße	Gewichtung	Höchstes Gewicht
Sharpe	Sharpe Ratio	Relative Höhe Sharpe Ratio	Höchste Sharpe Ratio
CVAR	Ertrag/CVAR Ratio	Relative Höhe Ertrag/CVAR Ratio	Höchste Ertrag/CVAR Ratio
Alpha	Alpha gg. €Stoxx 50	Relative Höhe Alpha	Höchstes Alpha
Alpha DD	Alpha/max.Drawdown Ratio	Relative Höhe Alpha DD	Höchstes Alpha DD
Best	Ertrag letzte 12m	Relative Höhe Ertrag	Höchstes Ertrag
ABI	Ausprägung definierter Attribute	Score der Ausprägung	Höchster Ausprägungsscore

Relativierungen
Die gewählten Optimierungsverfahren nutzen klassische Optimierungsgrößen und sind nicht unbedingt repräsentativ für die Angebotsvielfalt im Markt. Viele Anbieter nutzen eigenentwickelte Optimierungsverfahren und kombinieren diese mit qualitativen Erkenntnissen. Es geht hier aber mehr darum in beschränktem Masse Unterschiede zwischen groben Ansätzen - z.B. rein Ertragsbasiert gegenüber Risikoadjustiert oder pfadabhängig gegenüber aggregierter Kennziffer - aufzuzeigen und um zu erkennen, ob sich die ABS Methodik gegenüber grundlegenden Methoden behaupten kann.

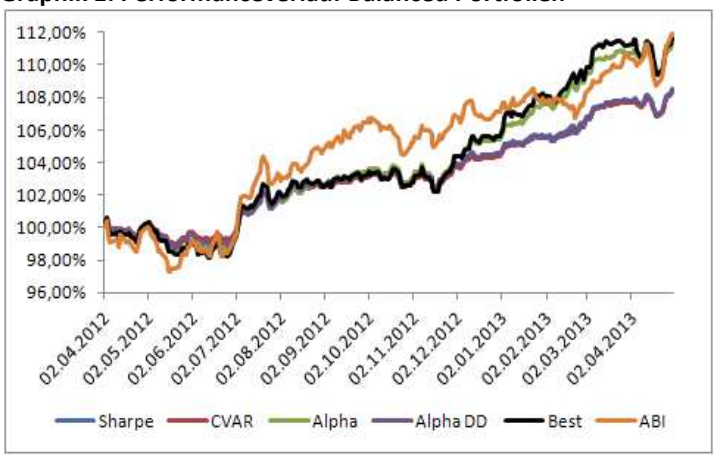
Da etliche der von uns betrachteten Fonds keine Laufzeit von über 3 Jahren aufweisen, haben wir uns in der Analyse auf eine 3 Jahres Periode beschränkt, d.h. die ersten beiden Jahre dienen zur Optimierung und werden jeweils um ein Quartal in die Zukunft geschoben. Somit betrachten wir für die vergleichende Analyse lediglich eine Laufzeit der Portfolien von 12 Monaten (April 2012 – April 2013). Für eine wirkliche Gegenüberstellung ist ein Jahr natürlich zu kurz, insbesondere wenn diese Periode recht ereignisarm und einseitig von der Marktentwicklung wie die betrachtete Periode war. Dennoch können einige Erkenntnisse gewonnen werden.

Aussagen gegenüber dem „Index“ erfolgen hier stets gegenüber dem € Stoxx 50. Dies ist durch die Europa-Lastigkeit der betrachteten Strategien gerechtfertigt, auch wenn einige Strategien globaler ausgerichtet sind.

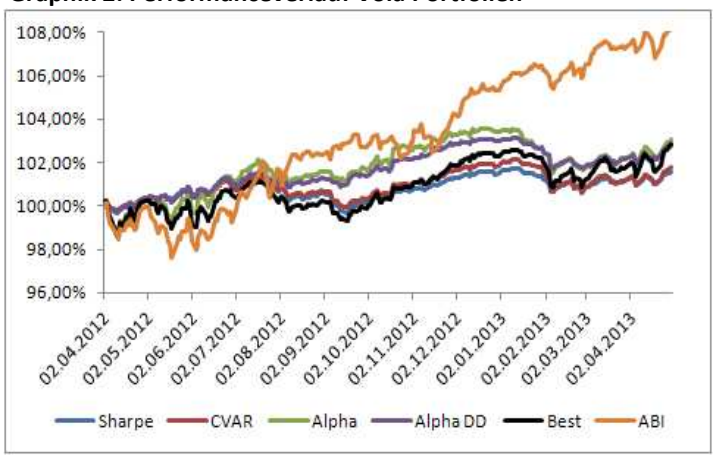
Der Performancevergleich
Zunächst haben wir nachfolgend den Performanceverlauf für jedes Portfolio, getrennt für die beiden Themen aufgeführt. Für das Balanced Thema fällt dabei lediglich auf, das die Selektionsmethoden ohne Risikobetrachtung in der Optimierung eine bessere Ertragsentwicklung aufweisen. Dies mag aber der speziellen Betrachtungsperiode geschuldet sein, welche Risikoaversion bestraft hat. Für die Vola Thematik fällt das dominierende Ertragsverhalten der ABS Methodik ins Auge.
Wollte man auf Basis dieser Graphiken eine subjektive Wertung vornehmen würde die ABS Methodik vor der reinen Alpha Methodik rangieren, mit dem Rest dahinter. Auch unter den Risiko/Ertrags Optimierungen sieht die Alpha Variante (Alpha DD) besser aus als

die Sharpe und CVAR Variante.

Graphik 1: Performanceverlauf Balanced Portfolien

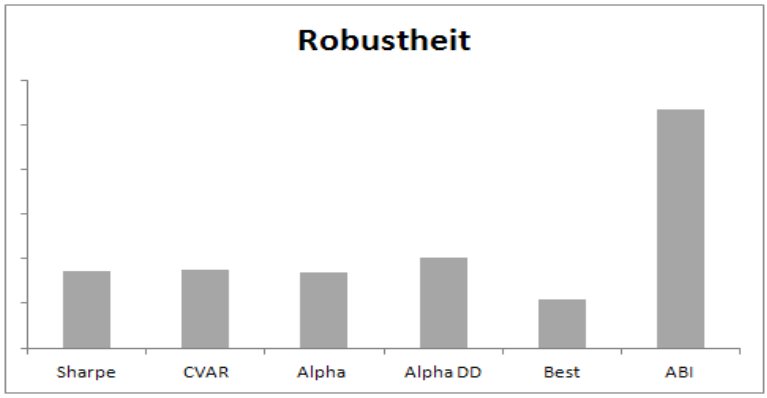


Graphik 2: Performanceverlauf Vola Portfolien



Um einen „added Value“ einer Selektions Methodik zu rechtfertigen sollten die erstellten Portfolien Robustheit und Verallgemeinerungsfähigkeiten aufweisen. Robustheit bedeutet dabei geringe Variabilität in der hier quartalsweise durchgeführten Re-Allokation auf Basis der neu durchgeführten Optimierung. Verallgemeinerungsfähigkeiten werden von den jeweiligen Optimierungsgrößen ausgewiesen, wenn diese oder deren Relationen untereinander in die Zukunft projiziert werden können. Konkret bedeutet dies, dass ein Fonds, welcher in der vergangenen Optimierungsperiode die höchste Sharpe Ratio aufweist auch zukünftig mit einer vergleichsweisen hohen Sharpe Ratio aufwartet. Verallgemeinerungsfähigkeit ist die Robustheit von Kennziffern oder Eigenschaften im Schluss von der Vergangenheit auf die Zukunft. Verallgemeinerungsfähigkeit und Robustheit der Fonds Gewichtungen im Portfolio hängen sehr eng zusammen.

In der nachfolgenden Tabelle/Graphik haben wir die Robustheit der verschiedenen Methoden dargestellt. Dabei ist der Wert der Kennziffer nicht von Bedeutung, betrachtet werden sollten die Relationen der Kennziffern untereinander. Die mit Abstand geringste Variabilität bzw. größte Robustheit der Gewichtung weist die ABS Methodik auf. Zwar ist dies nicht überraschend, da die Methodik das vornehmlichen Ziel, sich auf robuste Charakteristika im Ertragsverhalten zu konzentrieren, verfolgt. Es untermauert aber eindrucksvoll die Zielsetzung durch reale Daten. Ebenso wenig überrascht es, dass die reine Ertragsbetrachtung („Best“) die höchste Variabilität/geringste Robustheit aufweist.



	Variabilität	Robustheit
Sharpe	116,68%	85,71%
CVAR	114,19%	87,58%
Alpha	118,56%	84,35%
Alpha DD	98,34%	101,69%
Best	181,10%	55,22%
ABI	37,32%	267,94%

Die nachfolgenden Tabellen dienen der Überprüfung der Verallgemeinerungsfähigkeiten der verschiedenen Optimierungsverfahren: Im Vergleich sollte das Portfolio, welches nach historischer Sharpe Ratio optimiert und das Portfolio entsprechend ordnet auch die höchste Sharpe Ratio für die, in die Zukunft gerichtete Beobachtungsperiode haben. Entsprechend für die anderen Kennziffern. Falls

dies nicht der Fall ist, deutet dies auf geringe Verallgemeinerungsfähigkeit der jeweiligen Optimierungsgröße hin, die entsprechende Kennziffer wäre dann wenig geeignet um eine vergangenheitsbezogene Einordnung für eine auf die Zukunft gerichtete Gewichtung vorzunehmen.

In der Betrachtung der reinen Erträge erzielt „Best" gute Resultate, lediglich leicht von Alpha für das Vola Portfolio, sowie von ABI in beiden Themen – dafür aber deutlich – geschlagen. Für die Sharpe Ratio kann das Sharpe Portfolio lediglich beim „Balanced" Thema, zusammen mit dem CVAR Portfolio die beste Ratio aufweisen. Das etwas minderwertige Abschneiden beim Vola Thema kann allerdings auch damit zusammenhängen, dass – wie auch schon in früheren *Analytics Insight Reports* ausgeführt - Short Vola Strategien diese Ratio künstlich aufblähen, ohne Verallgemeinerungsfähigkeit auszudrücken.
Abzulesen ist auch eine gewisse Verallgemeinerungsfähigkeit des Alpha. Allerdings kann der ABS Ansatz das Alpha Portfolio für beide Themen deutlich schlagen.
Zusammenfassend, insbesondere unter Berücksichtigung der letzten drei Kennziffern, lässt sich sagen, dass alle Verfahren eine gewisse Verallgemeinerungsfähigkeit haben, mit der deutlichsten Ausprägung für ABI, gefolgt von Alpha.

Noch ein Wort zu Risikobetrachtungen bzw. Ertrags/Risikokennziffern: Risikoreduktion wie sie in Methoden basierend auf Ertrags/Risiko Kennziffern favorisiert wird, ist in Phasen Risikoaffiner Marktumgebungen hinderlich. Was wirklich gebraucht wird ist Tail Risiko Kontrolle und funktionierendes Risiko Management. Dies drückt sich in einem Boom-Jahr typischerweise nicht in minimaler Volatilität aus. Niedrige Volatilität ist als Risikomaß nur kontextabhängig von Nutzen – dies wird nach wie vor von fast allen Anbietern nicht (an-)erkannt. Funktionierendes Risikomanagement hält man nicht durch Betrachtung von aggregierten Kennziffern nach, sondern über die Betrachtung von gesamten Performancepfaden. Die ABS Methodik nutzt genau dies und begründet damit die Überlegenheit in Sachen Robustheit und Verallgemeinerungsfähigkeit.

Balanced Portfolien

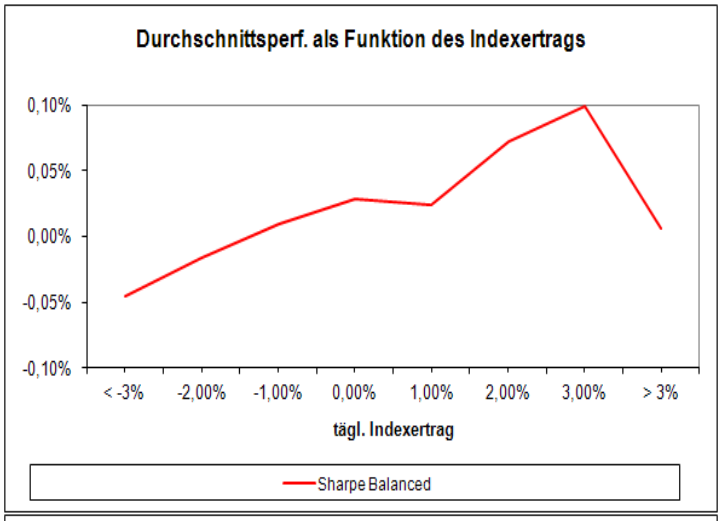
Balanced	Sharpe	CVAR	Alpha	Alpha DD	Best	ABI	SX5E
Return	8,15%	8,07%	10,83%	8,19%	11,10%	11,61%	17,19%
Vola	2,54%	2,51%	3,41%	2,76%	4,02%	4,90%	21,57%
Sharpe	321,34%	321,65%	317,48%	296,74%	275,88%	236,79%	79,68%
CVAR	-0,32%	-0,31%	-0,41%	-0,35%	-0,46%	-0,39%	-2,71%
Ret/CVAR	25,85	25,94	26,28	23,53	24,03	29,42	6,34
Alpha	6,27%	6,22%	8,51%	6,17%	8,48%	9,74%	0,00%
Effizienz	62,60%	62,57%	62,44%	61,70%	60,75%	59,20%	53,25%
Korrel	61,87%	61,22%	58,67%	63,12%	58,64%	31,26%	100,00%
Gain to Pain	503,04%	521,19%	489,65%	442,25%	443,85%	382,78%	117,20%

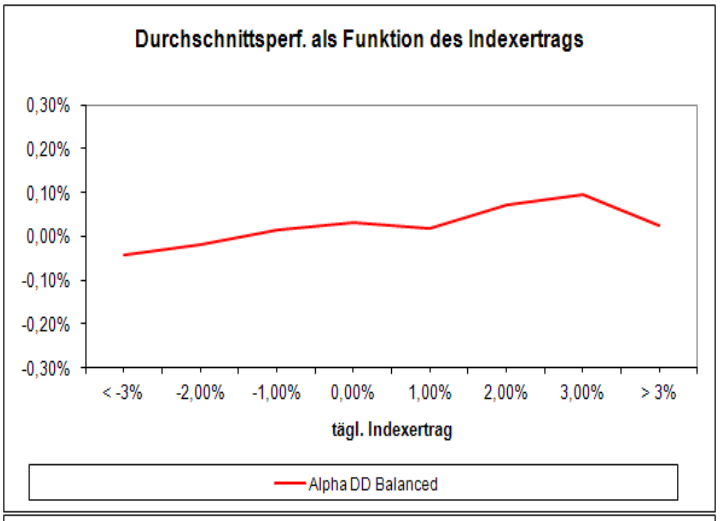
Vola Portfolien

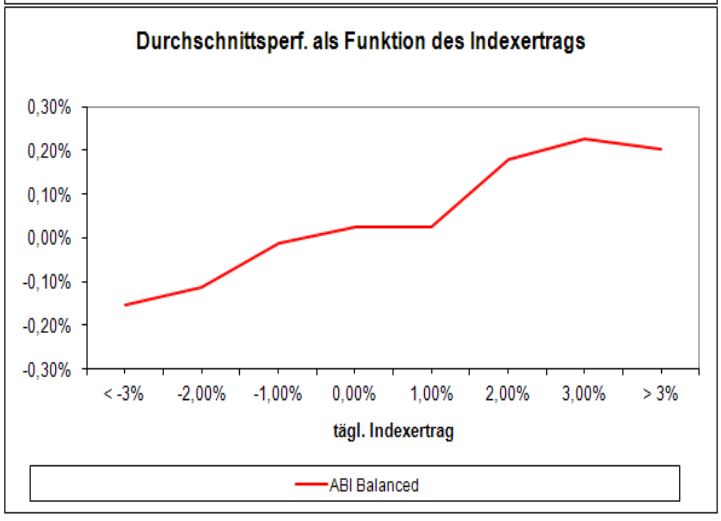
Vola	Sharpe	CVAR	Alpha	Alpha DD	Best	ABI	SX5E
Return	1,59%	1,78%	3,05%	2,77%	2,88%	8,16%	17,19%
Vola	1,52%	1,63%	3,00%	1,63%	3,06%	3,87%	21,57%
Sharpe	104,79%	109,35%	101,65%	170,06%	94,10%	210,92%	79,68%
CVAR	-0,22%	-0,22%	-0,43%	-0,22%	-0,45%	-0,39%	-2,71%
Ret/CVAR	7,29	8,05	7,02	12,76	6,37	20,94	6,34
Alpha	1,39%	1,43%	2,25%	2,24%	2,22%	5,91%	0,00%
Effizienz	54,22%	54,51%	54,49%	57,01%	54,04%	58,34%	53,25%
Korrel	2,46%	12,83%	17,34%	21,12%	9,72%	54,34%	100,00%
Gain to Pain	95,15%	121,38%	153,52%	199,33%	156,56%	322,43%	117,20%

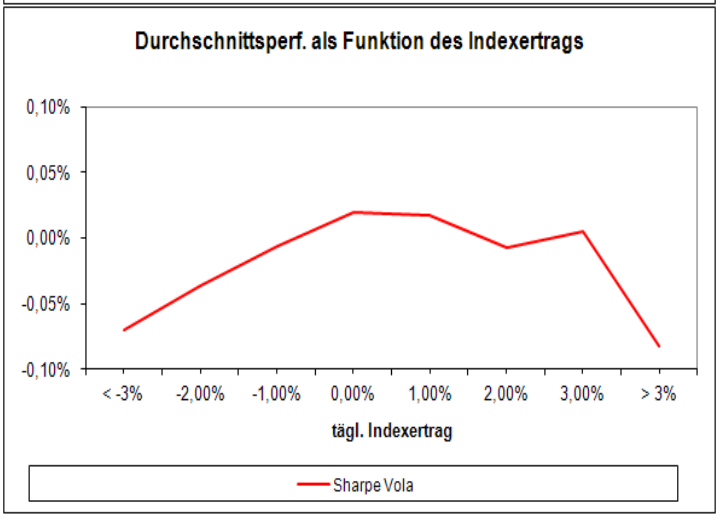
Die nachfolgenden Graphiken veranschaulichen den Durchschnittsertrag der Portfolien als Funktion des jeweiligen Tagesertrags des Index (€Stoxx50). In der Balanced Gruppe weisen alle Portfolien die gleiche Charakteristik auf: Alle weisen auf der rechten Tail Seite ein antizyklisches Verhalten abnehmender Erträge bei hohen Indexerträgen auf. Den geringsten Abschwung weist der ABS Ansatz auf. Der Ertragsabfall am linken Tail wird lediglich im ABS Portfolio gedämpft. Der Übersicht wegen sind lediglich drei der Portfolien graphisch abgebildet, die entsprechende Graphik der fehlenden drei Portfolien ordnet sich zwischen den abgebildeten Graphiken ein.

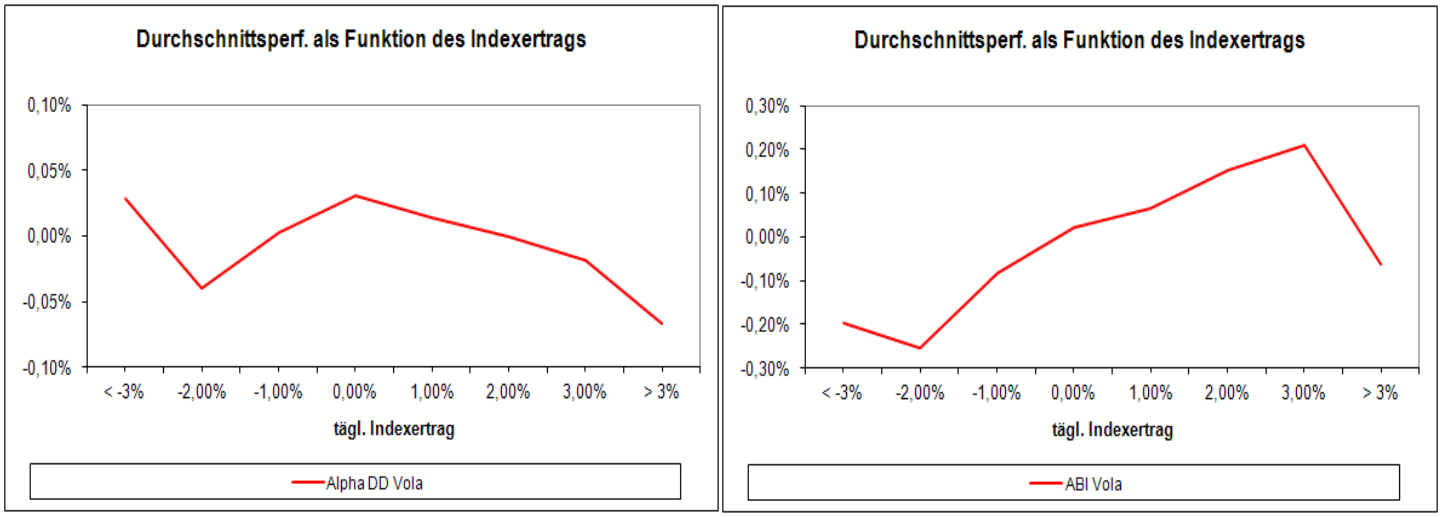
In der Vola Gruppe weisen das Sharpe- wie auch das CVAR Portfolio die typische „Short Straddle“ Charakteristik auf: Mit diesen Methoden werden, wie bereits mehrfach erwähnt, Sharpe Ratios/CVAR künstlich verbessert. Es überrascht nicht, dass Fonds mit ausgeprägtem „Short Straddle“ Charakter diese Optimierungsgrößen dominieren. Die anderen Portfolios weisen beide deutlich reduzierte linke Tail Risiken auf, die höchste Ausprägung weist dabei das Alpha DD Portfolio auf, eine etwas geringere das ABI. Auch hier haben wir aus Übersichtsgründen lediglich das Sharpe, das Alpha- sowie das ABS Portfolio abgebildet.



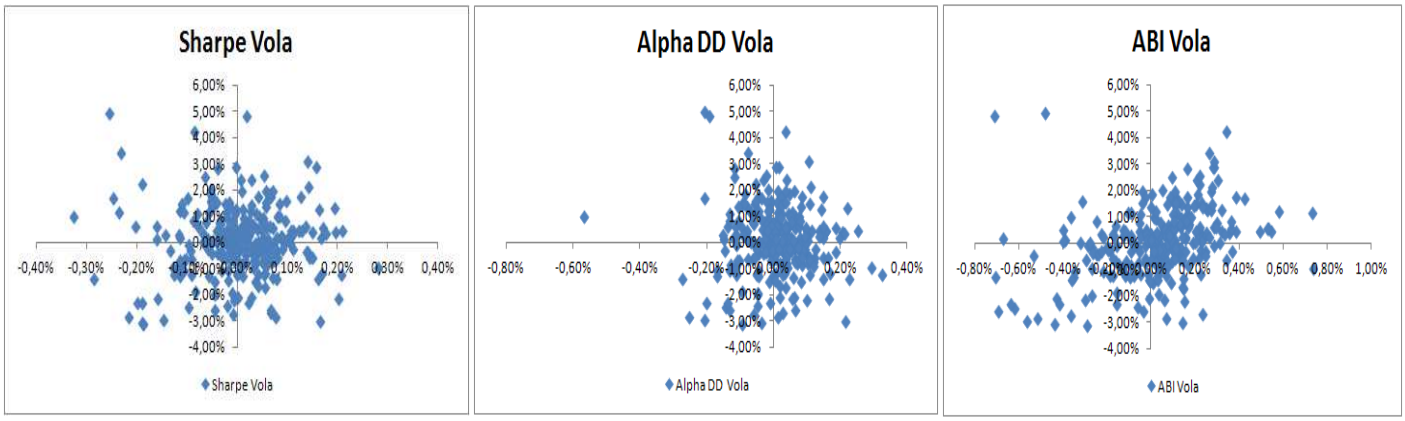








Die nächsten Graphiken veranschaulichen die Ertragswolke der Portfolien (x-Achse) gegen den € Stoxx 50 Index (y-Achse), ebenfalls nur für einige ausgewählte Fälle. So ist deutlich der „Druck" in den positiven Ertragsbereich für das Alpha DD Portfolios der Vola Gruppe – es scheint, wie in der obigen Graphik bereits zum Ausdruck gekommen, als würde das meiste Alpha im negativen Renditebereich erbracht werden.
Das ABS Portfolio der Vola Gruppe weist den größten Schub in den positiven Bereich auf, aber auch etliche Punkte die im negativen Tail Bereich liegen – dies ist wohl der Unterdrückung von gleichmäßiger Risikoaversion dieser Methodik geschuldet. Das Schaubild des Sharpe Portfolio sieht im Vergleich dagegen sehr zentriert aus, ohne Schub in den positiven Bereich. Das Ergebnis für die Gruppe der Balanced Portfolien ist ähnlich, aber weniger ausgeprägt. Aus diesem Grund sind hier lediglich drei Graphiken aus der Vola Gruppe beigefügt.

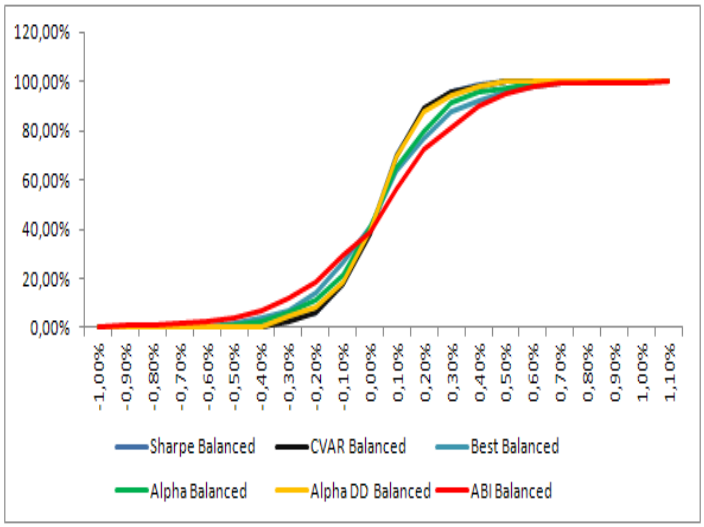


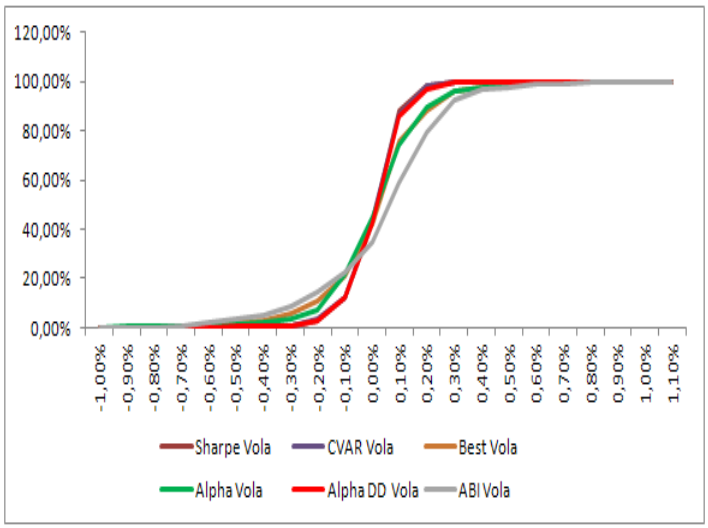
Aus den beiden letzten Schaubild-Gruppen lässt sich eine gewisse Überlegenheit der ABS und Alpha Methoden gegenüber den Restlichen folgern, wobei die Alpha DD Methode mit negativen Indexerträgen besser zurechtkommt, die ABS Methode dafür besser mit positiven Indexerträgen.

Dominanz als Aufschlüsselung der Alpha Differenzen
Die letzten beiden Graphiken illustrieren die Dominanz der Portfolien untereinander über den gesamten Bereich der realisierten täglichen Erträge: Es gibt die jeweiligen kumulativen Verteilungsfunktionen der Erträge der Portfolien wider. Ein Portfolio dominiert ein anderes Portfolio in Ertragsbereichen, in denen die entsprechende Verteilungsfunktion **unter** der anderen Verteilungsfunktion liegt. Wenn an einem Ertragspunkt eine Verteilungsfunktion unter einer anderen liegt, bedeutet dies, dass das erste Portfolio weniger Tage mit Erträgen unterhalb des gewählten Ertragspunktes als das zweite Portfolio hat – und damit mehr Tage oberhalb. Verläuft eine Verteilungsfunktion über die gesamte Bandbreite der Erträge unterhalb einer zweiten, spricht man von stochastischer

Dominanz ersten Grades. Die Differenz der Flächen unterhalb zweier Verteilungsfunktionen kann in Relation zur Differenz der Alphas der entsprechenden Portfolien gesetzt werden – es bietet eine Möglichkeit das Alpha eines Portfolios informativer zu illustrieren. Insofern kann man die beiden Graphiken auch als eine Aufschlüsselung der relativen Alphas verstehen.

Für beide Gruppen ist deutlich zu sehen, dass alle Ansätze ohne Risikobetrachtung im negativen Bereich von den Ansätzen mit Risikobetrachtung dominiert werden und umgekehrt für hohe Erträge – das ist zunächst nicht überraschend, es ist der höheren Gewichtung konservativer Fonds durch Optimierung mit Risikoaversion geschuldet. Risikoaversion scheint eine einigermaßen robuste Eigenschaft der betrachteten Fonds zu sein.
Der Switch der Dominanz liegt für das ABI Portfolio für beide Themen Gruppen unterhalb der 0%-Ertrag Grenze, i.e. das ABI Portfolio beginnt bereits bei negativen Erträgen alle anderen Portfolien zu dominieren. Die Dominanz oberhalb des Switching Punktes ist ausgeprägter als die umgekehrte Dominanz unterhalb dieses Punktes – was sich auch an den Alphas ablesen lässt.





Fazit

Dieser Report diente dazu eine *AbsoluteWorld* Eigenentwicklung der Fondsselektion und Fonds-Portfolio-Konstruktion einem ersten Vergleich mit konkurrierenden Methoden auszusetzen. Die Vergleichsmethoden sind klassischer Natur und als solche nicht repräsentativ für quantitative Selektions- und Konstruktionsmethoden im Markt. Allerdings sind die hier als Optimierungsgrößen Verwendung findenden oder sehr ähnliche Kennzahlen immer noch Bestandteil und Treiber vieler Portfolio Konstruktionen. Alle Portfolien wurden über die Periode April 2012 bis April 2013 betrachtet, mit quartalsweiser Re-Allokation. Die Betrachtungsperiode ist für einen nachhaltigen Vergleich eigentlich zu kurz, wurde aber von der kurzen Historie einiger Fonds im Universum der hier zugelassenen Fonds diktiert.
Die von uns propagierte *Attribute Based Selektion* geht in der Portfolio Konstruktion grundlegend anders als herkömmliche Methoden vor. Sie ignoriert Stilklassifizierungen, welche von Managern vorgegeben oder subjektiv von Selektoren eingeschätzt werden. Sie gibt als quantitative Optimierungsgröße keine aggregierte Kennzahl vor, sondern formuliert pfadabhängige Eigenschaften und Attribute, welche Performance Pfade der Fonds für ein vorgegebenes Thema (Stilrichtung oder Marktmeinung) aufweisen sollen und selektiert anhand der Ausprägung der präferierten Attribute. Der kurze Vergleich mit anderen Methoden zeigt, dass die Methodik eine deutlich höhere Robustheit aufweist, woraus sich schließen lässt, dass die Attribute über die Zeit verlässlicher beibehalten werden als Relationen irgendwelcher Kennzahlen. Darüber hinaus schneidet die Methodik auch bei den sonstigen Vergleichsdaten insgesamt besser ab. Die ABS Methodik weist allerdings eine höhere Volatilität auf, insbesondere im Vergleich mit Methoden, welche Risiko-Aversion favorisieren. Dies ist aber der Tatsache geschuldet, dass unter den präferierten Attributen der ABS Methodik keinerlei Risiko-Aversion integriert wurde. Eine solche Integration wäre zwar einfach, reflektiert aber nicht unsere Philosophie. Attributs-Definitionen welche ein gut funktionierendes Risiko Management betonen erreichen nach unserer Auffassung mehr. Der Nachteil der ABS Methodik liegt eindeutig in der aufwendigen Vorbereitung: Während klassische Kennziffern sofort aus den Zeitreihen berechnet werden können, ist die Identifizierung und endgültige Definition präferierter Attribute deutlich aufwendiger. Aber, auch hier gilt: Ohne Fleiß kein Preis. Die Resultate rechtfertigen den Zusatzaufwand.
Zuletzt kann man in diesem Vergleich auch einige Eigenschaften der klassischen Selektionsmethoden ablesen: Konservatives und

Risiko-averses Fondsverhalten wie auch dominierendes Alpha scheinen persistente Fonds-Eigenschaften zu sein – diese Eigenschaften an sich verdienen allerdings noch kein Geld.

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 2013, Absolute World. Alle Rechte vorbehalten.

Juni 2013