

Was bedeutet «Absolute Return»?

Nach drei Jahren Baisse an den Aktienmärkten ist die Risikofähigkeit vieler Anleger auf einem solchen Tiefpunkt angelangt, dass niemand mehr verlieren will. Auch wenn Portfolio- und Fondsmanager in der Vergangenheit einen guten Job machten, indem sie wesentlich bessere Ergebnisse als der jeweilige Referenzindex, sprich Benchmark, erzielen konnten, wird dies von den Anlegern oft nicht gewürdigt. Die hohe Risikoaversion vieler Investoren hat zu einer steigenden Nachfrage nach Produkten mit absoluter Rendite geführt. Obwohl der Begriff «Absolute Return» in aller Munde ist, wissen viele nicht, was genau dahintersteht.



*Von Claudine Hänny
Investment Office, Bank Leu*

Gemäss Wörterbuch ist das Wort absolut das Gegenteil von relativ. Es bedeutet auch unbegrenzt, bedingungslos, uneingeschränkt, perfekt, vollständig und unabhängig – alles vorteilhafte Eigenschaften. Return ist das englische Wort für Ertrag oder Rendite. Absolute Return heisst nun aber nicht, dass die Renditen immer positiv sind. Absolute Renditen sind in erster Linie unabhängig von der Entwicklung des Gesamtmarktes, was sie für Anleger vor allem in Baissephasen besonders interessant macht. In Bullenmärkten liegt die Performance von Absolute-Return-Strategien meistens leicht unter der Entwicklung des Gesamtmarktes, während

sie in Bärenmärkten deutlich darüber liegt. Anhand eines Beispiels wird diese Eigenschaft in der Grafik illustriert. Diese zeigt einen Vergleich zwischen dem Leu Prima Global Fund (dem ersten Absolute Return Fund of Funds nach schweizerischem Recht) und einer ausgewogenen Strategie, die je zur Hälfte in Aktien und Obligationen investiert. Für die Gegenüberstellung wurde die Periode von Februar 1998 bis Mai 2003 gewählt. In einem weiteren Schritt wurden die zehn grössten Monatsverluste der ausgewogenen Anlagestrategie mit der jeweiligen Monatsperformance des Absolute Return Funds verglichen. Aus der Grafik wird ersichtlich, dass dieser immer besser als die ausgewogene Strategie abgeschnitten hat. Zweimal konnte der Leu Prima Global Fund sogar positive Renditen erzielen, während die ausgewogene Strategie beinahe 3% im Minus lag. Dieses Beispiel zeigt klar, dass sich Absolute-Return-Anlagen in weniger guten Börsenzeiten ausgezeichnet entwickeln.

Absolute-Return-Strategien bilden die wichtigste Gruppe der sogenannten alternativen Anlagen, zu denen auch Alternative Risk Transfer und Private Equity zählen. Früher wurden Absolute-Return-Strategien auch als Hedge Funds bezeichnet, da sie vor allem der Kapitalsicherung dienten. Der erste Hedge Fund wurde 1949 von Alfred W. Jones gegründet. Jones setzte sich zum Ziel, einen Teil des Marktrisikos zu eliminieren, indem er gleichzeitig in Aktien investierte (Long-Position),

an die er glaubte, und andere, die er als nicht attraktiv betrachtete, leer verkaufte und somit eine Short-Position einging. Dadurch schaffte er es, bei einem relativ tiefen Risiko hohe Renditen zu erzielen. Von 1958 bis 1968 konnte Jones mit seinem Portfolio eine Rendite von über 1000% erzielen!

So richtig populär wurden Hedge Funds aber erst in den 90er Jahren. Seit 1990 ist die Anzahl solcher Fonds von rund 300 auf weltweit über 4000 angestiegen. Weil die meisten dieser Anlagevehikel heutzutage kaum mehr etwas mit «Hedging» bzw. «Absicherung» zu tun haben, werden sie generell als Absolute Return Strategies bezeichnet.

Wie erwähnt, entwickeln sich Absolute Return Funds unabhängig vom Gesamtmarkt und weisen somit eine tiefe Korrelation mit traditionellen Anlagen wie Aktien und Obligationen auf. Während traditionelle Anlagestrategien zum Ziel haben, einen Benchmark zu übertreffen, konzentrieren sich Absolute Return Funds auf das Erzielen eines absoluten Ertrages, d.h. einer Performance, die möglichst immer positiv sein sollte. Um dieses Ziel zu erreichen, werden traditionelle Strategien mit der Möglichkeit kombiniert, Finanzinstrumente leer zu verkaufen, Börsengeschäfte auf Kredit zu tätigen oder Derivate einzusetzen. Die Strategien, welche von Absolute Return Funds verfolgt werden können, sind vielfältig. Grundsätzlich kann zwischen den folgenden Ansätzen unterschieden werden:

Commodity Trading Advisor (CTA):

Diese erfassen Trends in verschiedenen Märkten im Bereich von Rohstoffen, Edelmetallen, Währungen, Zinsen und Indizes. Basierend auf diesen Trends werden mittels börsenkotierter Futures und Optionen entsprechende Positionen aufgebaut.

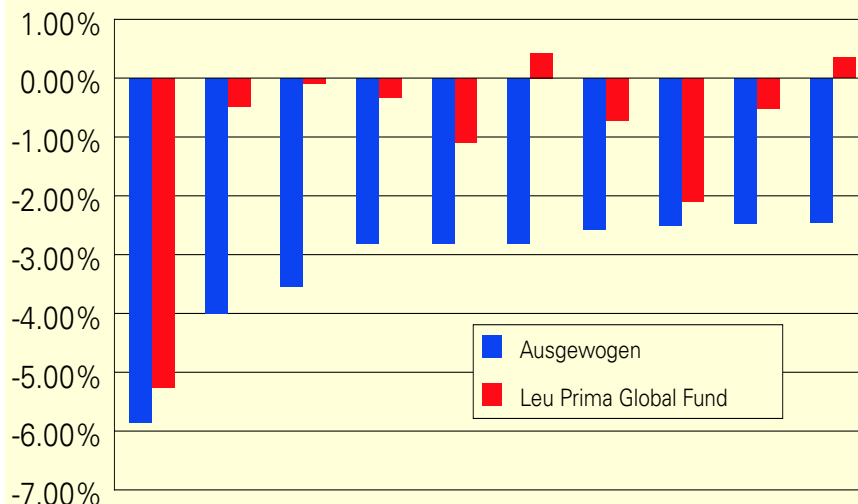
Equity Long / Short: Die Manager kaufen unterbewertete Aktien und verkaufen überbewertete Aktien leer, wobei es nicht ihr Ziel ist, das Marktrisiko zu minimieren, sondern eine möglichst hohe Rendite zu erzielen.

Event Driven: Diese Strategie fokussiert auf Investitionen in Unternehmen, welche sich in einer speziellen Situation befinden, wie z.B. Reorganisation, Restrukturierung, Übernahme oder Konkurs.

Global Macro: Die Anlageentscheide basieren hier auf makroökonomischen Analysen und Prognosen in bezug auf Zins-, Währungs- oder Börsenentwicklungen. Es wird dabei weltweit in verschiedenen Märkten investiert, wobei alle Arten von Anlagetechniken und Instrumenten eingesetzt werden.

Relative Value / Arbitrage: In dieser Strategie werden relative Preisdifferenzen zwischen ähnlichen Finanzinstrumenten im Bereich von Aktien, Anleihen, Optionen und Futures ausgenutzt. Die Erträge sind von der Richtung der Marktentwicklung weitgehend unabhängig und werden deshalb auch als marktneutrale Strategien bezeichnet.

Ein weiterer positiver Aspekt von Absolute Return Funds ist deren tiefe Volatilität. Dank der meistens positiven Performance und dem Einsatz von Absicherungsstrategien liegt das Risiko von Absolute Return Funds tiefer als dasjenige von traditionellen Anlagefonds. Die verschiedenen Absolute-Return-Strategien weisen jedoch unterschiedliche Risiken auf. So ist die Volatilität einer Relative-Value-Strategie tiefer als die einer Equity Long / Short. Gerade in den letzten Jahren haben viele Anleger die einschneidende Erfahrung gemacht, dass hohe Ren-

Absolute-Return- vs. traditionelle Strategien

Der Vergleich der zehn grössten Monatsverluste einer ausgewogenen Anlagestrategie (50% Aktien / 50% Obligationen) mit der jeweiligen Monatsperformance des Leu Prima Global Fund zeigt, dass der Fonds in Baissen immer besser abschnitt.

den oft nur mit einem überdurchschnittlich grossen Risiko erkaufte werden können. Generell wird eine Investition aber erst dann als attraktiv bezeichnet, wenn bei gleicher Rendite das Risiko möglichst tief liegt. Als Beispiel kann wiederum der Leu Prima Global Fund herangezogen werden. Seit seiner Lancierung im Februar 1998 bis Ende Mai 2003 weist er eine durchschnittliche Volatilität von 5,07% p.a. auf, während der MSCI-Weltaktienindex in dieser Periode ein über dreimal so grosses Risiko von 17,51% p.a. aufwies. Dabei hat der Leu Prima Global Fund in dieser Periode durchschnittlich 5,93% p.a. rentiert, während die Performance des MSCI-Weltaktienindex mit 0,49% p.a. im Minus lag.

Hatten vor einigen Jahren nur sehr vermögende Investoren die Möglichkeit, in Absolute Return Funds zu investieren, so ist diese Anlageform heute allen Investoren zugänglich. Vor allem Fund-of-Fund-Konstrukte eignen sich für den Privatanleger. Dabei handelt es sich um Anlagefonds, die wiederum in einzelne Fonds investieren. Der Fondsmanager investiert also nicht wie beim Einzelfonds in ausgewählte Einzelanlagen, sondern in die nach seiner An-

sicht erfolgversprechendsten Absolute Return Funds. Dadurch wird eine zusätzliche Diversifikation erreicht und somit das Risiko für den Kunden minimiert. Absolute Return Funds verlangen in der Regel hohe Minimalinvestitionen von einer Million US-Dollar oder mehr. Dank Funds of Funds konnte diese Eintrittshürde für kleinere Anleger deutlich gesenkt werden.

Als Antwort auf die volatiler gewordenen Aktienmärkte bietet die Bank Leu seit Anfang Juli ein neues Vermögensverwaltungsmandat an, das auf einem Absolute-Return-Ansatz basiert. Der Fokus des neuen Mandats liegt in der Vermögenssicherung für den Investor. Während einer Baisse soll das Vermögen in erster Linie gesichert, während einer Hausse vermehrt werden. Bei steigenden bzw. fallenden Aktienmärkten sollen absolute, positive Renditen erwirtschaftet werden. Dazu werden zwei verschiedene Anlagestrategien miteinander verbunden: Die Alternativstrategie generiert unabhängig von der Entwicklung an den Finanzmärkten stabile Erträge, während die Timing-Strategie auf dem Grundsatz «dabei sein, wenn die Märkte steigen, aussteigen, wenn sie fallen» basiert. ■

What Is “Absolute Return”?

After three bearish years in the equity markets, the risk appetite of many investors has declined to such an extent that no one can bear to lose any more. Even where portfolio and fund managers did a good job in the past, achieving results that were significantly better than the relevant benchmark index, investors often do not take this into account. The extreme aversion to risk currently shown by many investors has led to an increase in the demand for products offering an absolute return. Although the term “absolute return” is on everyone’s lips, many people do not know exactly what it means.

According to the dictionary, the word absolute is the opposite of relative. It also means unlimited, unconditional, unrestricted, perfect, complete and independent – all positive characteristics. But absolute return does not mean that the returns are always positive. Absolute returns are first and foremost independent of the market’s overall performance, making them particularly attractive to investors in bear markets. In bull markets, absolute return strategies generally underperform the market slightly, while in bear markets they clearly outperform.

A comparison between the Leu Prima Global Fund and a balanced strategy which invests half in equities and half in bonds from February 1998 to May 2003 shows that, when the ten biggest monthly losses of the balanced investment strategy were set against the corresponding monthly performance of the Leu Prima Global Fund, the fund always outperformed the balanced strategy. Moreover, the Leu Prima Global Fund was even able to generate positive returns in months where the balanced strategy was down by almost 3%. This clearly indicates that absolute return investments perform superbly when the stock markets are doing less well.

Absolute-return funds perform independently of the overall market and therefore have a low correlation with conventional investments such as equities and bonds. Whereas the objective of conventional investment strategies is to outperform a benchmark, absolute-return funds concentrate on generating an absolute return, in other words a performance that, wherever possible, should be positive. The following strategies are the main approaches used:

Commodity Trading Advisor (CTA): CTAs monitor trends in different markets such as commodities, precious metals, currencies, interest rates and indices. Based on these trends, corresponding positions are built in exchange-traded futures and options.

Long / Short Equity: The fund managers buy undervalued equities and sell overvalued equities short, the aim being not to minimize market risk but to generate the highest possible return.

Event Driven: This strategy focuses on investments in companies that are in an exceptional situation, for example reorganization, restructuring, a takeover or bankruptcy.

Global Macro: With this strategy, investment decisions are based on macroeconomic analyses and forecasts for interest rates, currencies and stock markets. Investments are made in various markets worldwide, using all types of investment techniques and instruments.

Relative Value / Arbitrage: This strategy exploits relative price differences between similar financial instruments in the equity, bond, options and futures markets. The returns are largely independent of market performance; such strategies are therefore also referred to as market neutral.

Another positive aspect of absolute-return funds is their low volatility. Thanks to the usually positive performance and the use of hedging strategies, the risk of absolute-return funds is lower than that of conventional investment funds. An investment is generally only considered attractive, however, if the risk is as low as possible for the same return. The Leu Prima Global Fund can once again be used as an example. From its inception in February 1998 until the end of May 2003, the fund had an average volatility of 5.07% p.a., whereas the comparable risk for the MSCI World Equity Index over the same period was 17.51% p.a. – more than three times higher. In addition, the Leu Prima Global Fund generated an average return of 5.93% p.a. during the period, whereas the MSCI World Equity Index posted a negative performance of - 0.49% p.a.

While a few years ago absolute return funds were only an option for very high-net-worth investors, this type of investment is now accessible to the investing public in general. Fund-of-funds constructs in particular are suitable for private investors. These are investment funds which in turn invest in other funds. In other words, fund managers invest not in selected individual investments, as is the case with individual funds, but in those absolute-return funds in which they see the greatest potential for success.

In response to the increasingly volatile equity markets, Bank Leu launched a new asset management mandate at the beginning of July based on an absolute-return approach. The focus of the new mandate is the preservation of investors’ wealth. In bear markets the main emphasis is on protecting assets, while the goal in bull markets is to increase them. In both rising and falling equity markets, the aim is to achieve absolute positive returns. For this, a combination of two different investment strategies is used. The alternative strategy generates stable returns regardless of how the financial markets perform, while the timing strategy is based on the principle of “being in the markets when they are going up and getting out when they start to go down”. ■