



**Prof. Dr. Thorsten Hens**  
Swiss Banking Institute  
University of Zurich

# **Absolute Return**

**Aus Sicht der Modernen Finanzmarktforschung**

swiss:finance:institute

# Agenda


---

1. Die Gretchenfrage
2. Entwicklung des Absolute Return
  - a. Das Zeitalter der Sklaverei
  - b. Das Erwachen
  - c. Die Ernüchterung
3. Absolute Return = Absolute Nonsense?
4. Literaturangaben


# 1. Die Gretchenfrage

	Markt	
	0.5	0.5
	15%	-5%
Absolute Return Fund	5%	2%
Index Fund	15%	-5%

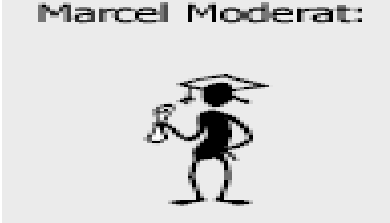
# 1. Die Gretchenfrage: Meine Frau

	<b>Markt</b> 0.5 ←      → 0.5	
	15%	-5%
Absolute Return Fund	5%	2%
Index Fund	15%	-5%


# 1. Die Gretchenfrage: Risikoneutraler Anleger

<p>Niko Nervenstark:</p> 	<p>Markt</p> <p>0.5 ←      → 0.5</p>	
<p>Erwartungswertkriterium</p>	<p>15%</p>	<p>-5%</p>
<p>Absolute Return Fund</p>	<p>5%</p>	<p>2%</p>
<p>Index Fund</p>	<p>15%</p>	<p>-5%</p>

# 1. Die Gretchenfrage: Risikoaverser Anleger

<p>Marcel Moderat:</p> 	<p style="text-align: center;">Markt</p> <p style="text-align: center;">0.5 ←      → 0.5</p>	
<p>Erwartungsnutzen</p>	<p>15%</p>	<p>-5%</p>
<p>Absolute Return Fund</p>	<p>5%</p>	<p>2%</p>
<p>Index Fund</p>	<p>15%</p>	<p>-5%</p>

# 1. Die Gretchenfrage: Verlustaverser Anleger

<p>Volker Vorsicht:</p> 	<p style="text-align: center;">Markt</p> <p style="text-align: center;">0.5 ←      → 0.5</p>	
<p>Prospekt- nutzen</p>	<p>15%</p>	<p>-5%</p>
<p>Absolute Return Fund</p>	<p>5%</p>	<p>2%</p>
<p>Index Fund</p>	<p>15%</p>	<p>-5%</p>

# AZEK Studie März - Juni 2006

---

## 3.5 Absolute/relative performance evaluations

Absolute/Relative evaluation of the performance

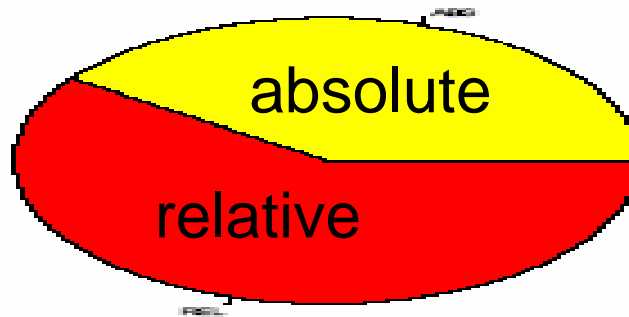


Figure 11: Absolute/relative performance evaluation

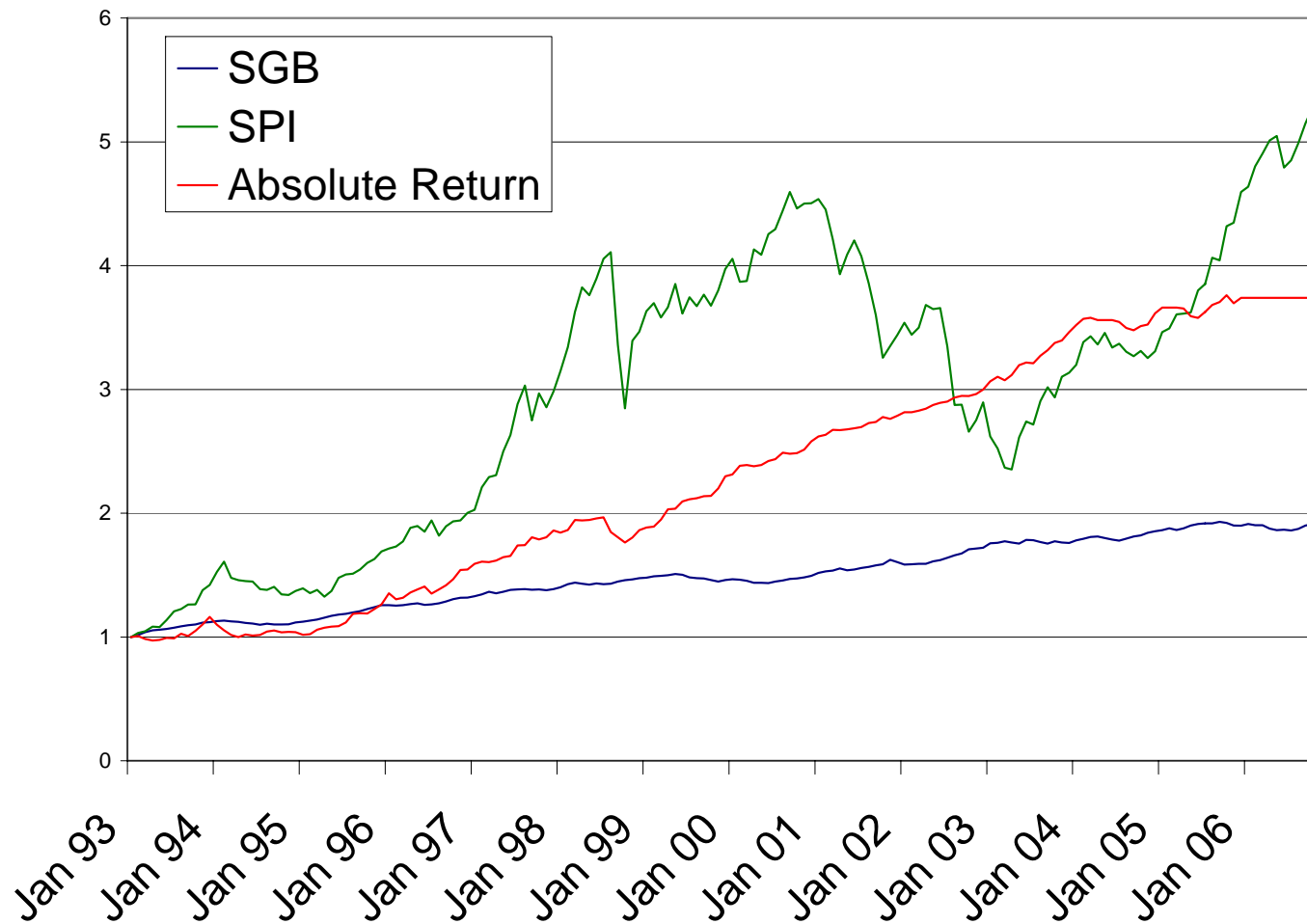
This question investigates a very important concept in evaluating the performance obtained with the portfolio. This can be principally classified into an absolute or relative approach.

# Agenda

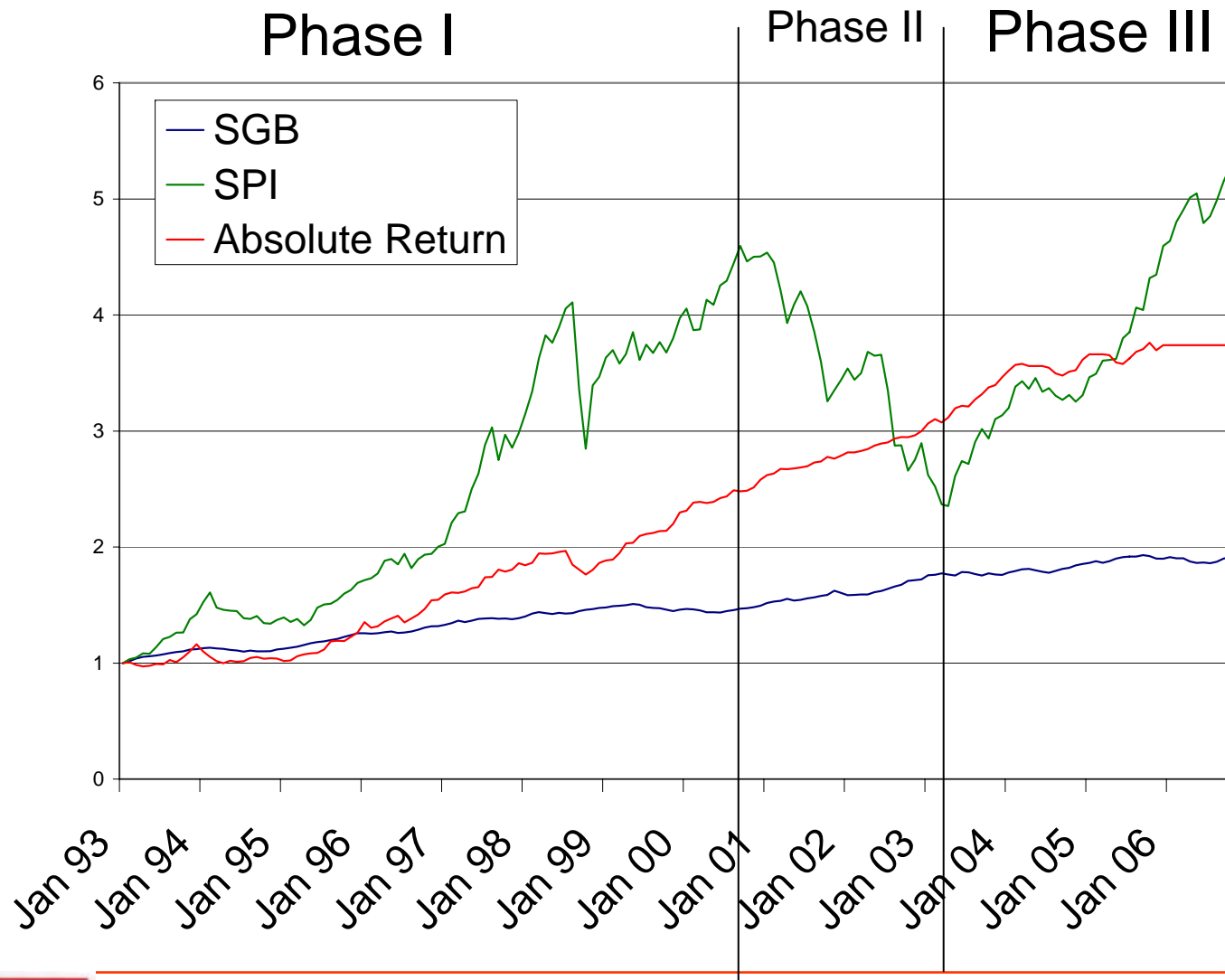
---

1. Die Gretchenfrage
2. Entwicklung des Absolute Return
  - a. Das Zeitalter der Sklaverei
  - b. Das Erwachen
  - c. Die Ernüchterung
3. Absolute Return = Absolute Nonsense?
4. Literaturangaben

## 2. Aufstieg und Niedergang des Absolute Return

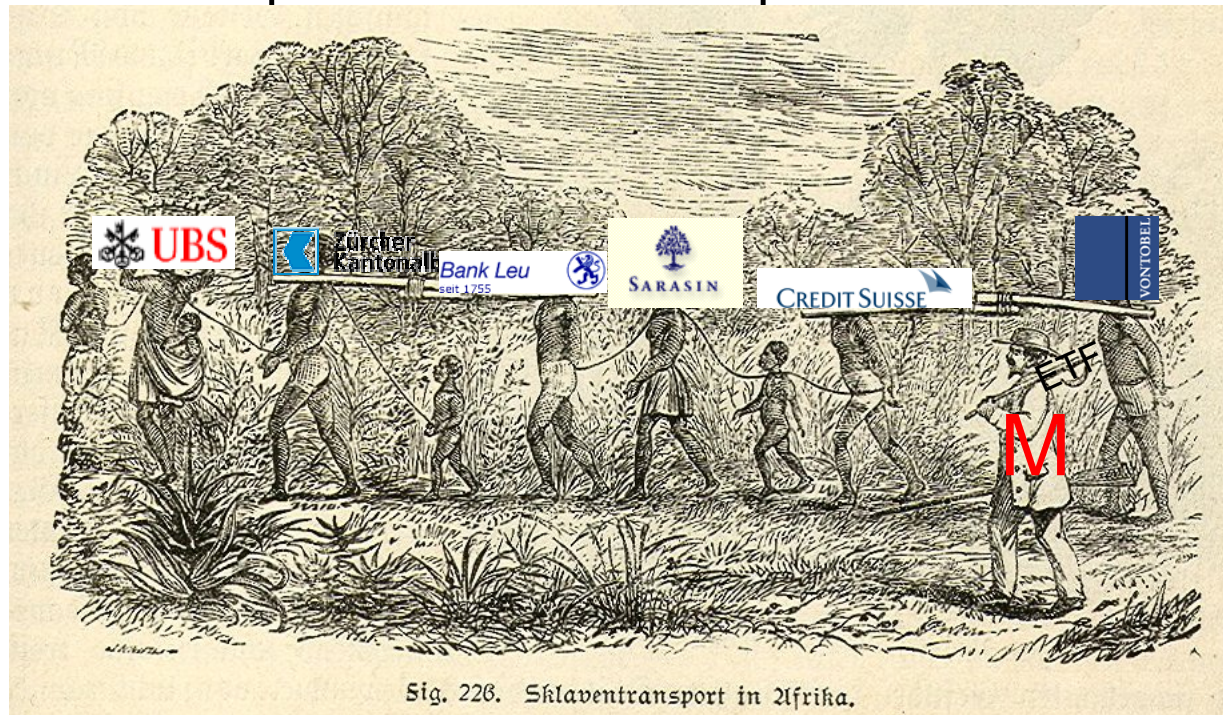


## 2. Aufstieg und Niedergang des Absolute Return

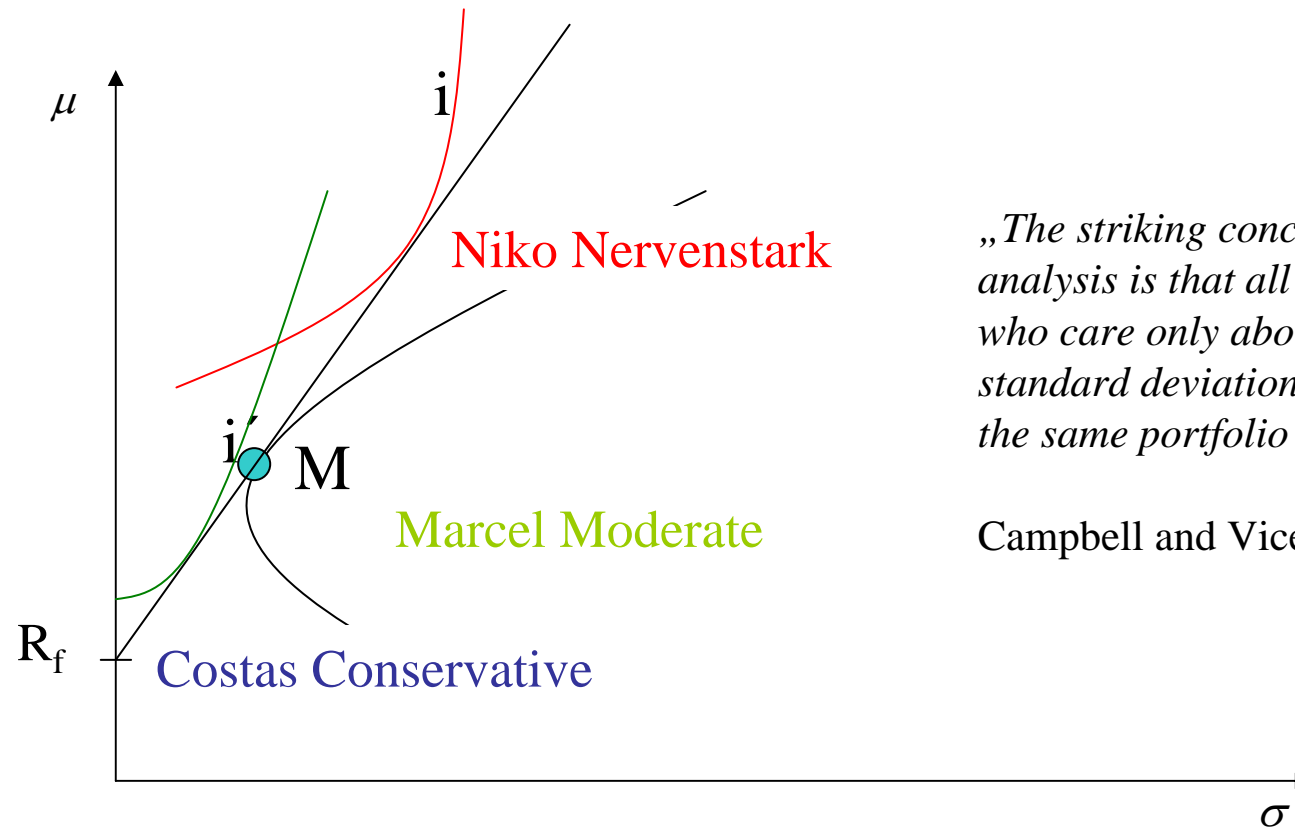
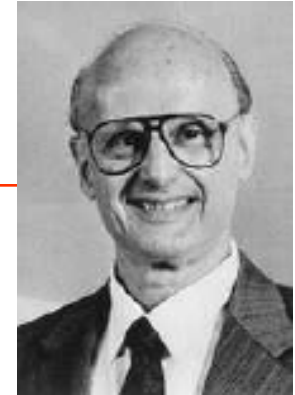


## a. Phase I: Zeitalter der Sklaverei

- Malkiel (1973): A Random Walk Down Wall Street.
- Markets are Efficient. Nobody Beats the Market.
- Benchmarking with small tracking error!
- Get Market Exposure at minimum price: ETF!



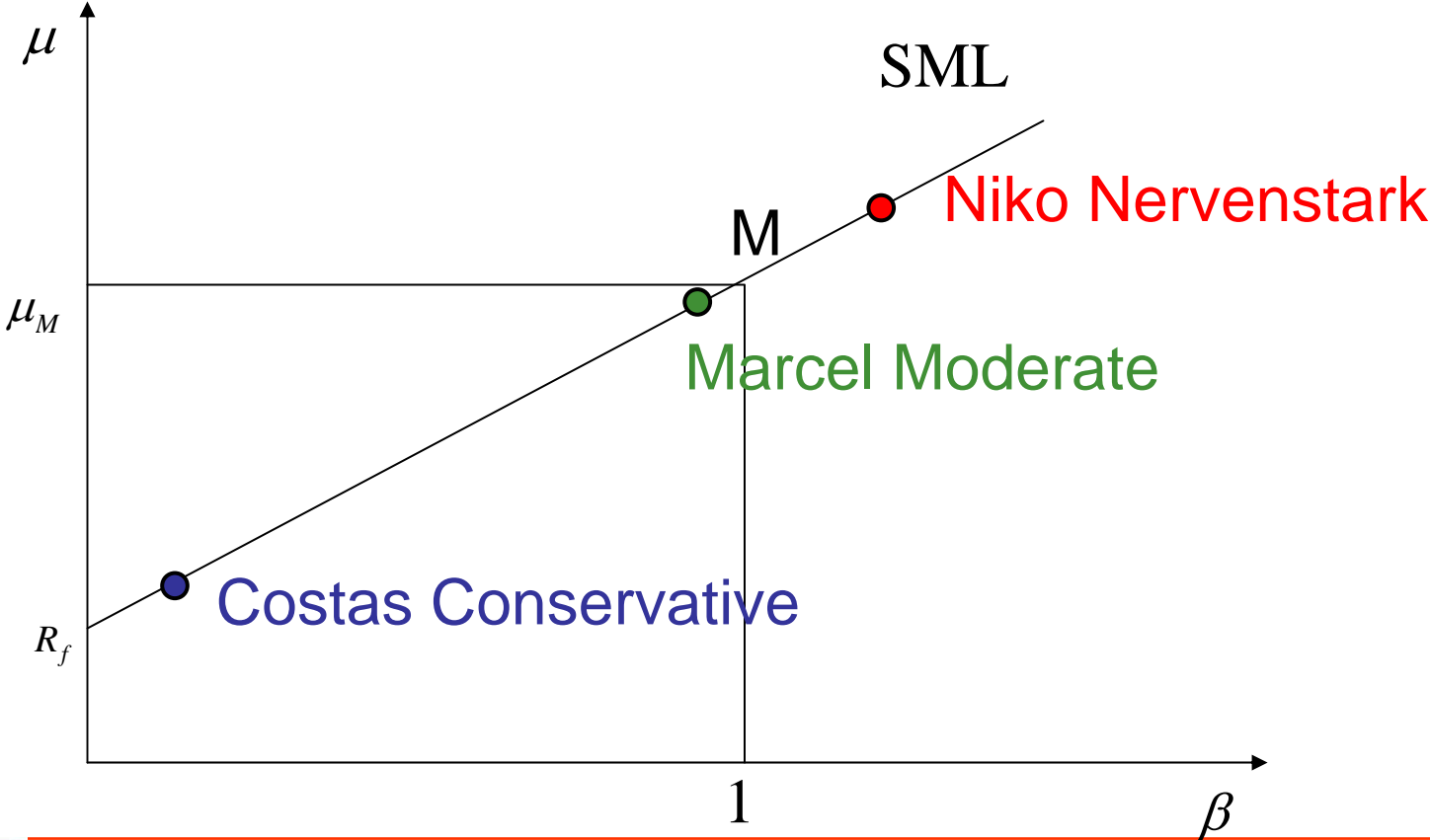
# a. Phase I: Zeitalter der Sklaverei



„The striking conclusion of Markowitz analysis is that all investors who care only about mean and standard deviation will hold the same portfolio of risky assets.“

Campbell and Viceira (2002), p.3.

# b. SML des CAPM

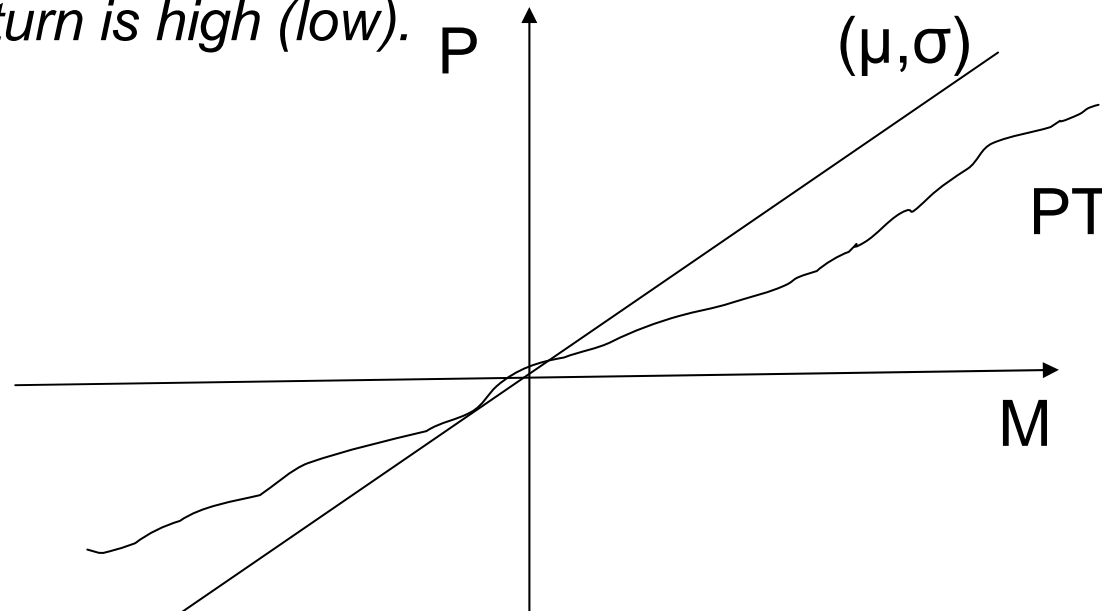


# Und Volker Vorsicht, der Prospektnutzen Maximierer?

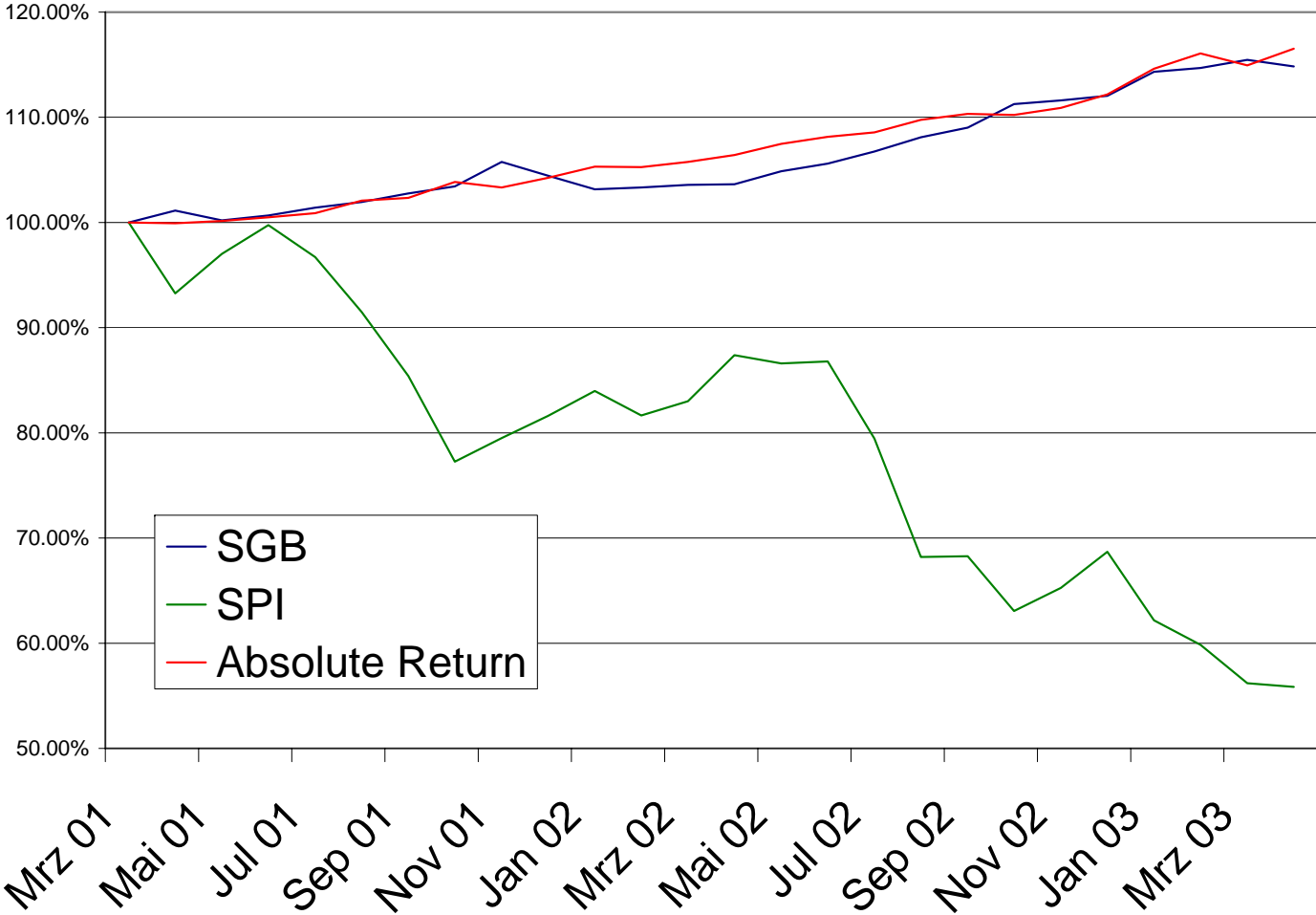
Hens and Rieger (2006) „Following the Market“.



*If risks are rewarded according to the SML of the CAPM then a Prospect Theory Maximizer should **follow the market**, i.e. he should hold a portfolio that pays off more (less) when the market return is high (low).*



# b. Phase II: Zeitalter des Erwachens



## b. Phase II: Zeitalter des Erwachens

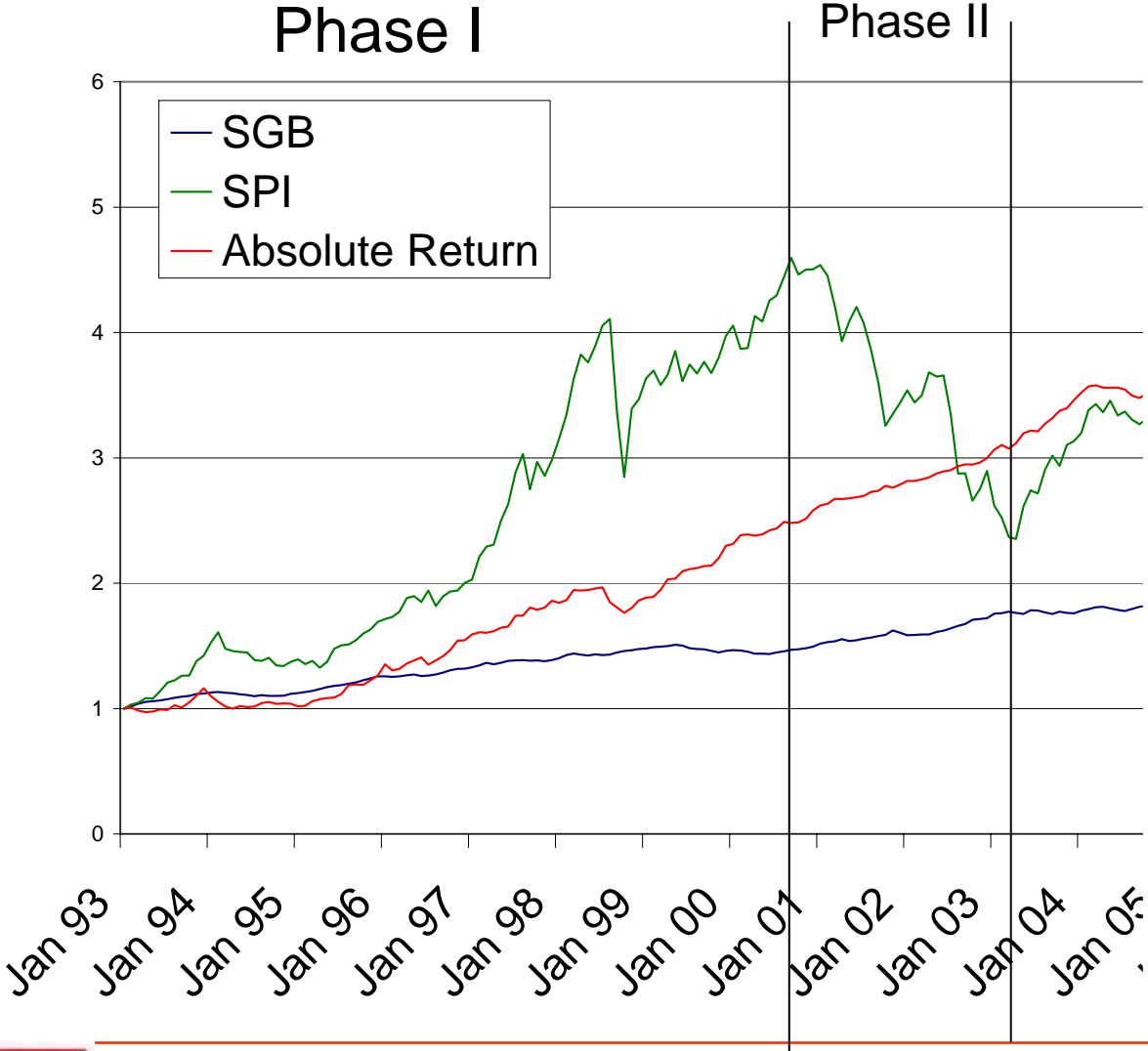
---

- Campbell, Lo, MacKinley (1999) *A Non-Random Walk Down Wall Street.*
- Shiller (2000): *Irrational Exuberance*
- Shleifer (2000) *Inefficient Markets*
- Shefrin (2000) *Beyond Greed and Fear*

2002 Nobel Prize in Economics for Behavioral Finance awarded to Kahneman and Smith

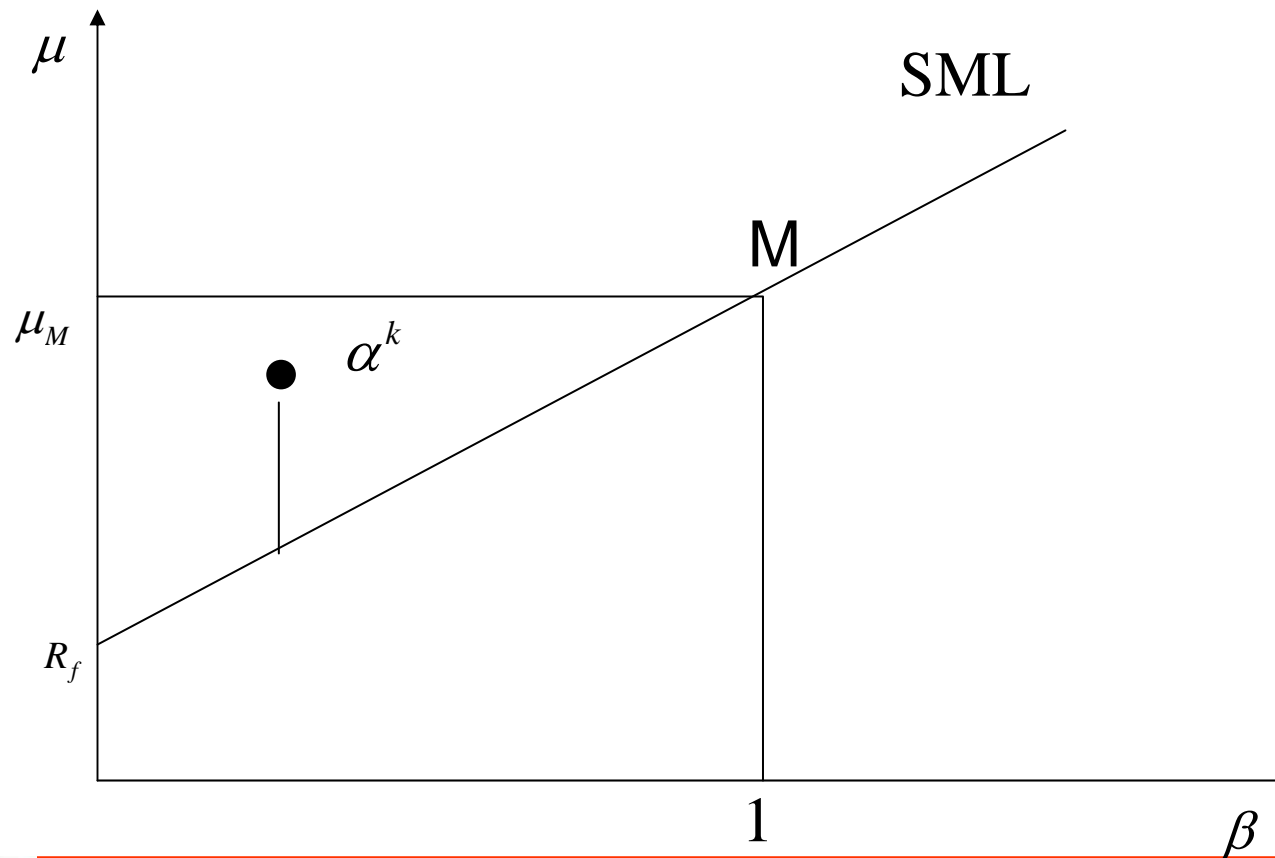


# b. Bond Vola & Stock Return

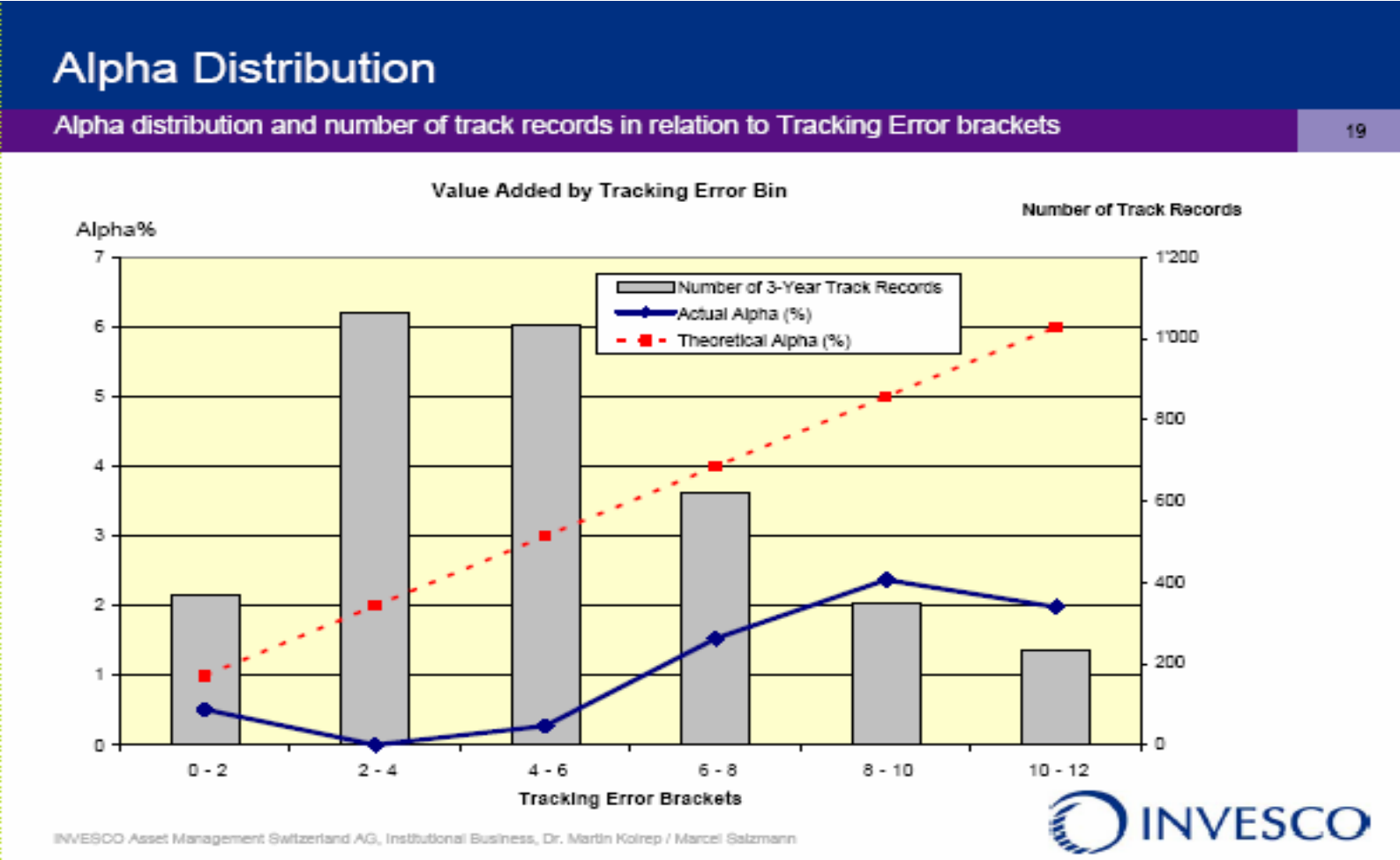


## b. Die Blütezeit des Alpha

$$\alpha^k(R^k, R^M) := (\mu(R^k) - R_f) - \beta^k (\mu(R^M) - R_f)$$



# b. Jedoch: Keine halben Sachen machen!



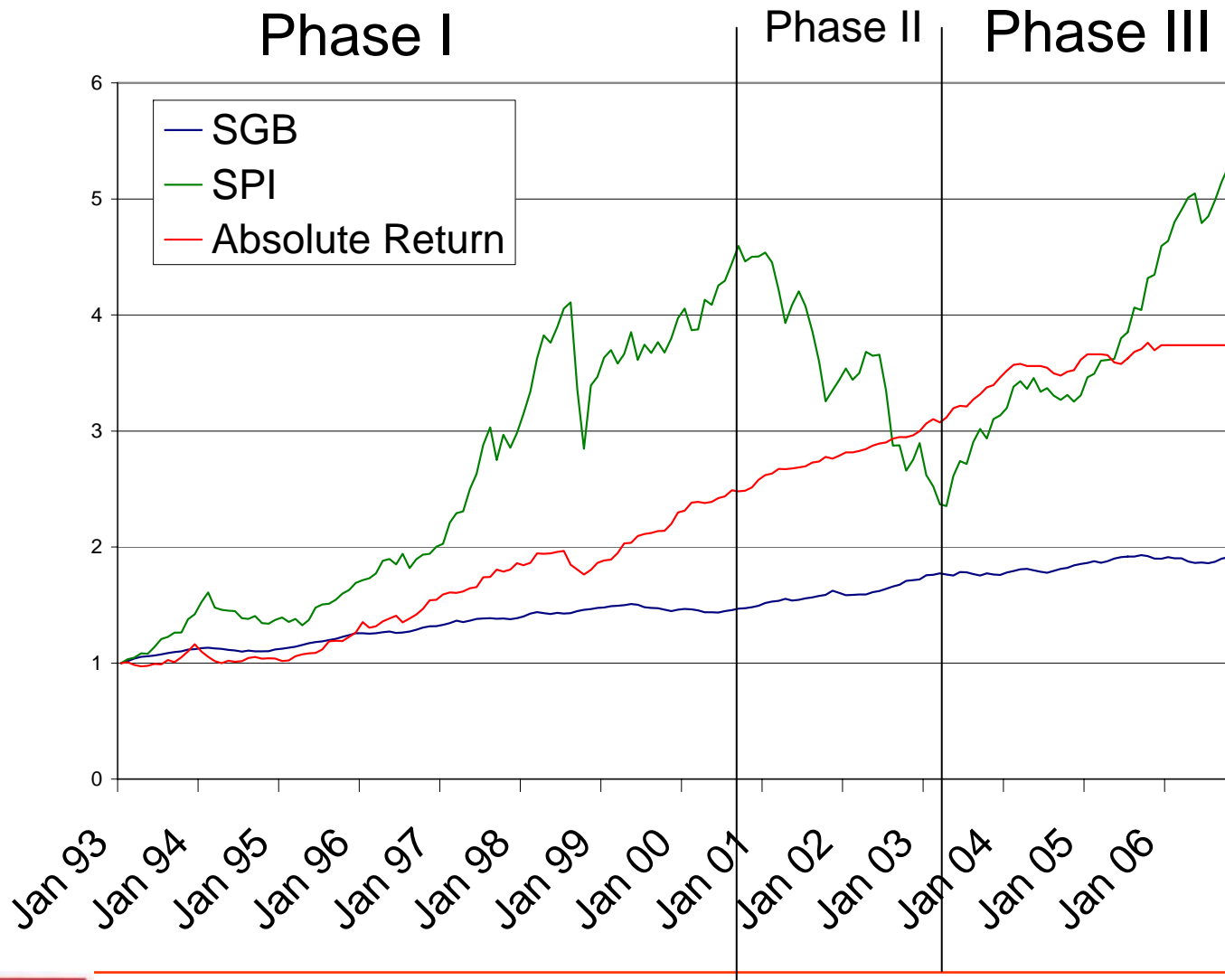
## b. Das Ende des Benchmarkdenkens im Finance

---

- Finance: Absolute Return!
- Gesellschaft: Sozialer Vergleich, Neid.
  - Spieglein Spieglein an der Wand, wer ist die Schönste im Ganzen Land?
  - Österreich reicher als Schweiz
  - DAX schlägt SMI



### c. Phase III: Die Ernüchterung: The Comeback of the Market



# c. Ernüchterung über Absolute Return Produkte (I)

Onvista 26. Januar 2007, 22 Uhr:

WKN	Emittent	Produktname	Strategie	Währ.	Emis- sions- datum	Manager Fee	Kurs	Perf. 1 Jahr
136705	cominvest.Asse...	ADIG CVT Europa Absolu...	Absolute Return (Aktien)	EUR	n.a.	1,50%	78,67	+17,17%
580289	Pioneer Invest...	Jundt US Growth Fund	Absolute Return (Aktien)	USD	n.a.	2,13%	91,06	+14,82%
662712	Griffin Capita...	Griffin Euro Opportun...	Absolute Return (Aktien + Anleihen)	EUR	n.a.	1,50%	195,69	+11,39%
213701	Schroder Inter...	Schroder Isf Eur Abs R...	Absolute Return (Aktien + Anleihen)	EUR	n.a.	1,25%	26,73	+11,25%
260597	DWS Investment...	DWS Funds Performance ...	Total Return (Aktien + Anleihen)	EUR	n.a.	1,25%	108,98	+7,85%
632905	Lupus alpha In...	Lupus Alpha Structure ...	Absolute Return (Aktien + Anleihen)	EUR	n.a.	0,80%	135,79	+7,59%
595110	TRENDCONCEPT F...	Trendconcept Fund Auto...	Absolute Return (Aktien + Anleihen)	EUR	n.a.	0,50%	128,86	+7,53%
263536	Lupus alpha In...	Lupus Alpha Dynamic In...	Absolute Return (Aktien)	EUR	n.a.	1,10%	125,71	+6,23%
813728	cominvest.Asse...	ADIG Total Return Prot...	Total Return (Aktien + Anleihen)	EUR	n.a.	1,15%	59,46	+5,48%
157018	IPConcept Fund...	CI Fund - Flexible	Absolute Return (Aktien)	EUR	n.a.	1,90%	16,08	+5,43%
214466	Sauren Fonds-S...	Sauren Global Defensiv	Absolute Return (Aktien + Anleihen)	EUR	n.a.	0,45%	12,42	+4,63%
935903	Lacuna	Lacuna Manager Select	Absolute Return (Aktien + Anleihen)	EUR	n.a.	1,25%	76,53	+3,50%
589687	Deka Investmen...	DEKA-Euroland Balance	Total Return (Aktien + Anleihen)	EUR	n.a.	0,85%	46,26	+2,49%
260172	Allianz Global...	DIT-Absolute Return AI	Absolute Return (Aktien + Anleihen)	EUR	n.a.	1,50%	51,07	+2,37%
534304	Pioneer Asset ...	Activest Lux Total Ret...	Total Return (Aktien + Anleihen)	EUR	n.a.	0,90%	54,87	+2,12%
260171	Allianz Global...	DIT-Absolute Return AI	Absolute Return (Aktien + Anleihen)	EUR	n.a.	1,00%	50,68	+2,07%
605798	AmpegaGerling ...	Ampega Top Strategie	Absolute Return (Aktien + Anleihen)	EUR	n.a.	1,25%	114,99	+1,54%
541519	DWS Investment...	DWS Volta Strategy	Total Return (Aktien + Anleihen)	EUR	n.a.	1,25%	103,23	-0,14%
805988	Pioneer Invest...	Absolute Plus Optix Pr...	Absolute Return (Aktien)	EUR	n.a.	2,00%	9,73	-2,01%
811355	IPConcept Fund...	Acc2 Total Return	Total Return (Aktien)	EUR	n.a.	1,25%	36,53	-2,01%
260849	Pioneer Asset ...	Activest Lux Global Re...	Absolute Return (Aktien)	EUR	n.a.	1,90%	47,42	-2,17%
727459	DWS Investment...	DWS Invest Total Retur...	Total Return (Aktien + Anleihen)	EUR	n.a.	1,20%	97,99	-4,83%
727461	DWS Investment...	DWS Invest Total Retur...	Total Return (Aktien + Anleihen)	EUR	n.a.	0,65%	101,50	-4,91%
727458	DWS Investment...	DWS Invest Total Retur...	Total Return (Aktien + Anleihen)	EUR	n.a.	1,20%	100,24	-4,92%
727460	DWS Investment...	DWS Invest Total Retur...	Total Return (Aktien + Anleihen)	EUR	n.a.	1,60%	98,33	-5,65%
764933	HPM Portfolio ...	HPM Invest SICAV-Timin...	Total Return (Aktien)	EUR	n.a.	1,90%	10,65	-18,86%
779333	HPM Portfolio ...	HPM Invest SICAV-Rv Go...	Total Return (Aktien)	EUR	n.a.	1,30%	14,40	-32,24%

## c. Ernüchterung über Absolute Return Produkte (II)

---

boerse.ARD.de<sup>®</sup>

drucken 

---

Meldung 10.06.2005 08:00

### **Absolute Return – "Mehr Schein als Sein"**

von Detlev Landmesser

**Das Sicherheitsbedürfnis der Anleger macht's möglich:  
In wenigen Jahren haben Absolute- oder Total-Return-  
Fonds einen wahren Siegeszug angetreten. Doch leider  
hinken die meisten Produkte ihrem hehren Anspruch  
hinterher.**

## c. Ernüchterung über Absolute Return Produkte (III)

Andreas Fuchs: „Absolute Return Funds“, Stocks NR. 1, 2007

Absolute-Return-Fonds						
Fondsname	Wertsch.-Nr.	Währung	Inf. Jahr	Performance*		Fondsvol. in Mio.
				1 Jahr	3 Jahre	
Nordea-1 Absolute Return BP-EUR	2 298 852	EUR	8,2	8,9	-	33
UBS(Lux) KS Absolute Return + EUR B	2 136 879	EUR	5,6	7,5	-	742
INVECO Capital Shield 90 (EUR) A	1 586 472	EUR	6,1	7,2	16,4	2323
UBS (Lux) KS Absolute Return Med. EUR B	2 136 859	EUR	4,5	5,8	-	781
Credit Suisse SII(Lux) Target Return EUR B	2 127 919	EUR	4,8	5,5	-	1631
Credit Suisse BF(Lux) Target Return EUR B	1 571 316	EUR	4,8	5,5	11,1	5065
ABN AMRO Absolute Return Bond EUR A	1 941 705	EUR	4,5	5,3	-	1755
UBS (Lux) Bond Absolute Return EUR B	1 818 331	EUR	4,9	5,3	-	2354
Fortis L Absolute Return Stability C	1 542 126	EUR	4,0	5,1	10,3	630
Robeco Flex-a-Rente D	2 274 966	EUR	4,7	5,0	-	1720
Vontobel Absolute Return Bond (Euro) A2	1 003 736	EUR	4,3	4,5	-	205
Colt CHF 3m Eurodeposit Goldmarkt-Index			1,2	1,3	2,3	
Credit Suisse BF(Lux) Target Return CHF B	1 790 474	CHF	1,0	1,2	-	240
Fortis L Absolute Return Bond Euro + C	1 878 295	EUR	- 1,3	- 1,3	-	2668
UBS (Lux) KS Absolute Return + USD B	2 136 873	USD	- 3,5	- 1,7	-	521
INVECO Capital Shield 90 (USD) A	1 787 824	USD	- 3,5	- 2,5	-	114
UBS (Lux) KS Absolute Return Med. USD B	2 136 841	USD	- 4,5	- 3,1	-	310
Credit Suisse SII (Lux) Target Return USD B	2 127 953	USD	- 4,9	- 4,2	-	398
UBS (Lux) Bond Absolute Return USD B	1 818 396	USD	- 4,5	- 4,2	-	825
Merrill Lynch IIF Cass. Alloc. USD A	1 079 258	USD	- 5,8	- 4,3	-	17
Credit Suisse BF (Lux) Target Return USD B	1 790 502	USD	- 5,0	- 4,3	-	539

# c. Absolute Return ist nur was für Verlierer? (I)

«Es wird nie mehr sein wie damals»  
 Hermann Maier jagt nicht mehr nur Siege - und denkt an Olympia 2010

Der 9. Rang in der Lauberhornabfahrt hat die Bestätigung geliefert: Hermann Maier ist gegenwärtig nicht mehr als ein Platzfahrer. Die Erklärung des 34-jährigen Österreichers, er habe nach einem Fehler im oberen Streckenbereich Kraft sparen und darum nicht mehr voll aus sich herausgehen wollen, erinnere an die Fabel von den zu hoch hängenden Trauben.

Tatsache ist, dass Maier heuer in 14 Rennen insgesamt nur 6 Top-Ten-Klassierungen erreichte hat. Das entspricht etwa der Quote, mit der er einst Siege herausfuhr. Als «Herminator», «Uhrgehauer» oder mit Namen anderer schrecklicher Geschöpfe wurde Maier in seiner ersten Karriere bezeichnet, die für ihn spät - als er schon fast 27-jährig war - begann und ihm zwischen 1997 und 2001 nicht weniger als 41 Weltcup-Siege, 2 Olympia- und 2 WM-Titel eintrug. Ein Motorradunfall im Sommer 2001 beendete sie jäh. Das ihm zwei Jahre später das Comeback glückte und er im Super-G von Elftobel zum Siegen zurückfand, bezeichnet er im Rückblick als Wunder. 11-mal stand er seit dem Comeback nunherst auf Weltcup-Podesten, und 2005 wurde er Riesenslalom-Weltmeister.

«Ich habe gelernt, die Leistung an sich zu schätzen», sagt er. «Ein sieben-er Platz nach einer guten Leistung reut mich unter Umständen mehr als in dritter Rang in einem Rennen, das ich hätte gewinnen können.» Siege seien für ihn nicht mehr ein und alles, sagt er. «dass ich ja preisgeldreich. Doch eines streicht er hervor: «Es wird nie mehr so sein wie damals. Damals, als er am Start stand und wusste, dass im Normalfall nur er würde gewinnen können - er sel-

ber: als er in der Olympia-Abfahrt von Nagano mit dem ruckelhaftesten Start der jüngeren Skigeneration weltberühmt wurde und Tage danach, als jeder andere noch bewegungsunfähig im Bett gelegen hätte, Gold im Super-G und im Riesenslalom gewann.

Jetzt hat er, nach gut der Hälfte der Weltcup-Saison, mit einem Podestplatz erreicht - und verschwendet dennoch keinen Gedanken ans Ausfahren. Die Olympischen Spiele 2010 in Vancouver sind ein Thema für ihn. Er habe Nachholbedarf, sagt er, weil er Salt Lake City 2002 verpasst und in Sestriere gesundheitlich angeschlagen sein Potenzial nicht annähernd ausgeschöpft habe. Der Assiemer der neuen Abfahrts-Generation fürchtet er nicht. Er vertraut sogar darauf, dass die 2007/08 in Kraft tretenden Regeln, die wieder breitere Ski und niedrigere Bindungs- und Schuhsysteme vorschreiben, den Fähigkeiten der älteren Generation entgegenkommen. Diese hat eine solide Technik auf weniger stark taillierten Ski erlernt. «Heutzutage musst du nur den Kopf, ja nur den Kopf drehen - und schon führen die Carving-Ski eine Kurve aus.»

Der neue Hermann Maier ist sichtbar schlanker, der Hometrainer ist noch immer fester Bestandteil seines Weltcup-Gepäcks, doch wenn möglich strapaziert er auf einem richtigen Rad in der freien Natur. Er habe in der Vorbereitung mit mehr Spass als früher trainiert und mit eher kleinerem Aufwand, sagt er - und scheint damit jenen Konkurrenzern recht zu geben, die nicht ohne Schadenfreude feststellen, dass dem Ober-Athleten von einst im Zielbereich hinweisen die Kraft fehlt.

Wer den beim Unfall zerstückten Unterschenkel gesehen hat, für den ist kaum vorstellbar, wie Hermann Maier überhaupt noch die Weltcup-Pisten meistert. Man wagt sich darum, ob er nach dem Rennsport ein Leben ohne gesundheitliche Folgeschäden führen kann. Maier antwortet darauf auf seine Weise: In jungen Jahren, als er mangels Ski-Erfolgen sein Leben als Maurer habe verdienen müssen - da habe er ungesund gelebt, beim Strassenbau Dämpfe eingeatmet, die wohl die Ursache für seine empfindlichen Bronchien seien. Die Fortsetzung der Karriere als Erholungskur, in der die Erlöse nur Netzwerk sind? Man darf gespannt sein, wie lange die Motivation des Österreichers reicht.



Maier blickt nicht mehr sicher, sondern skeptisch nach oben. (Christoph Rückstuhl)

## c. Absolute Return ist nur was für Loser? (II)

---

«Ich habe gelernt, die Leistung an sich zu schätzen», sagt er. «Ein siebenter Platz nach einer guten Leistung freut mich unter Umständen mehr als ein dritter Rang in einem Rennen, das ich hätte gewinnen können.» Siege seien für ihn nicht mehr eins und alles, sagt er, «davon habe ich ja genügend erreicht». Doch eines streicht er heraus: «Es wird nie mehr so sein wie damals.» Damals, als er am Start stand und wusste, dass im...

# Agenda

---

1. Die Gretchenfrage
2. Entwicklung des Absolute Return
  - a. Das Zeitalter der Sklaverei
  - b. Das Erwachen
  - c. Die Ernüchterung
3. Absolute Return = Absolute Nonsense?
4. Literaturangaben

### 3. Absolute Return = Absolute Nonsense?

---

- Sicht der Investoren
  - Viele Investoren sind verlustavers.
  - Jedoch haben zu viele Investoren absolute Return Produkte wegen ihrem **relativen** Return gekauft!
- Markteffizienz
  - Nach grossen Verlusten sind die Märkte nicht effizient
  - Aktives Management zahlt sich dann aus.
- Ausblick
  - Man kann absolute Return Strategien dynamisch benchmarken, um gute von schlechten Fonds zu unterscheiden
- Konklusion
  - Der nächste Crash kommt bestimmt.
  - Absolute Return Produkte machen durchaus Sinn.

# Verlustaversion in AZEK 2006 Studie

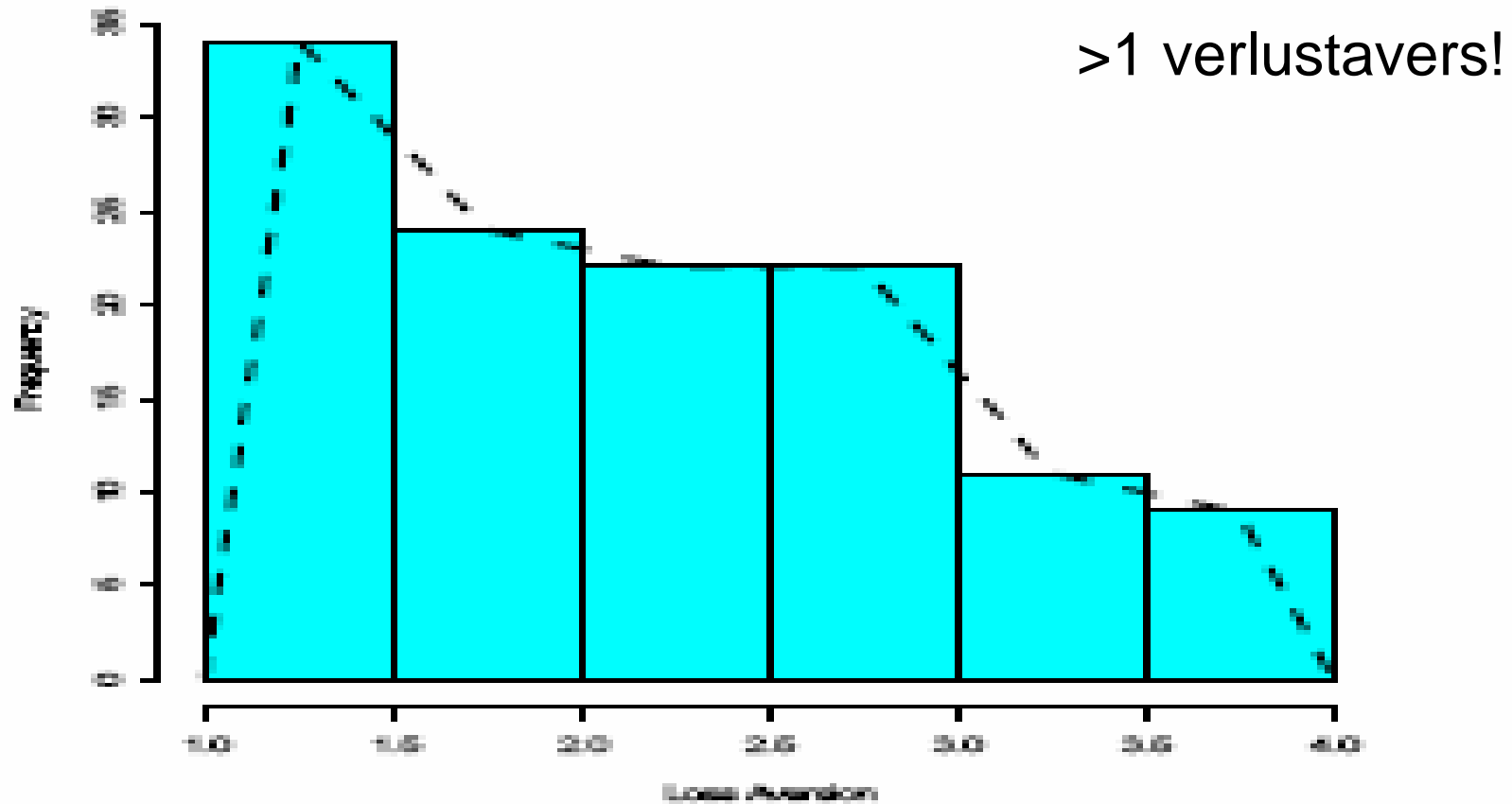
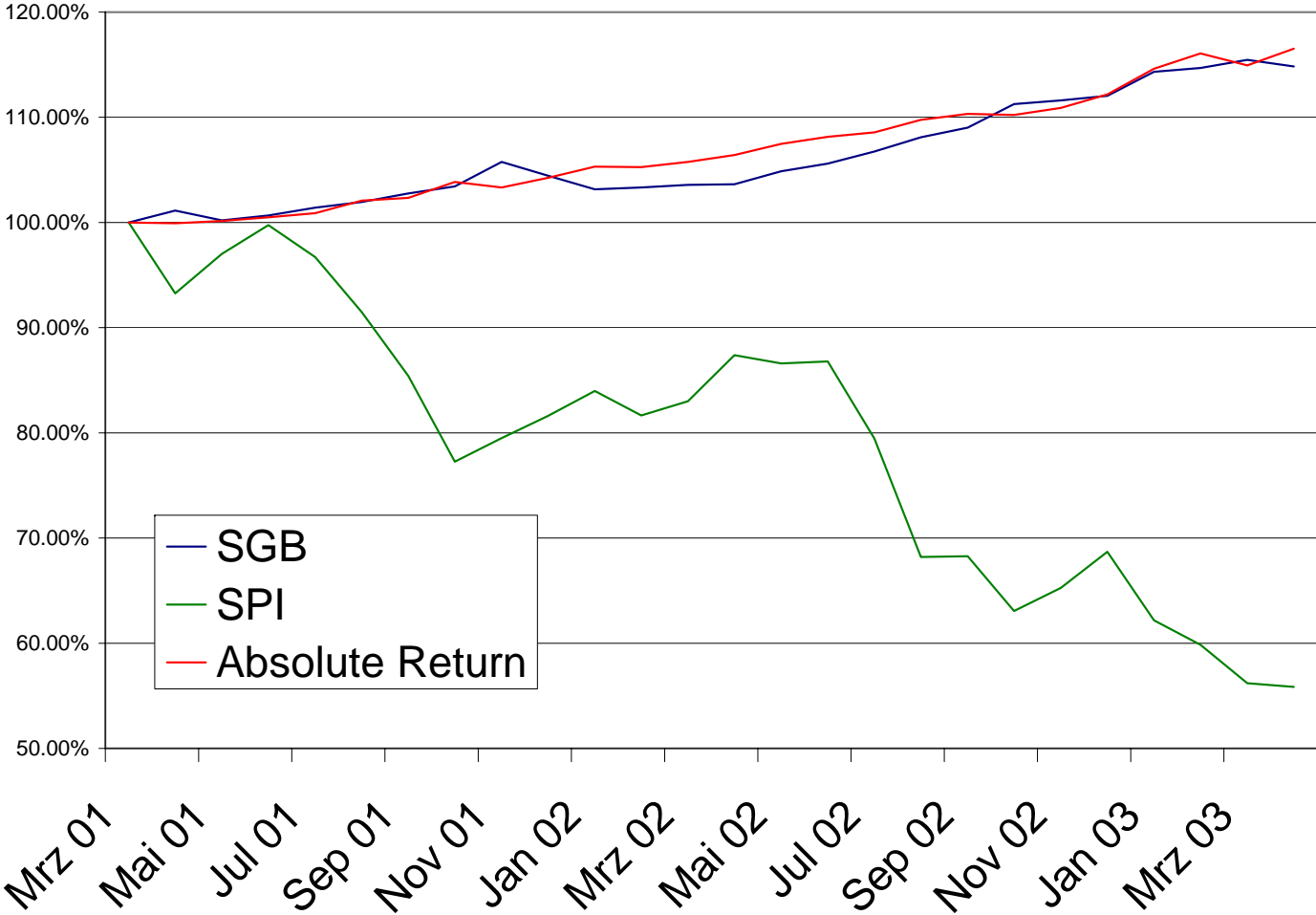


Figure 5: Loss aversion, distribution of the answers

# Absolute Return wegen Relative Return gekauft!



# 1. Die Gretchenfrage

---

	Markt	
	0.5	0.5
	15%	-5%
Absolute Return Fund	5%	2%
Index Fund	15%	-5%

# 1. Die Gretchenfrage


---

Verlustaverser Benchmark	Markt	
	0.5	0.5
	15%	-5%
Absolute Return Fund	-10%	7%
Index Fund	0%	0%

# 1. Die Gretchenfrage

Verlustaverser Benchmark	Markt	
	0.5	0.5
	15%	-5%
Absolute Return Fund	-10%	7%
Index Fund	0%	0%

# 1. Die Gretchenfrage: Meine Frau

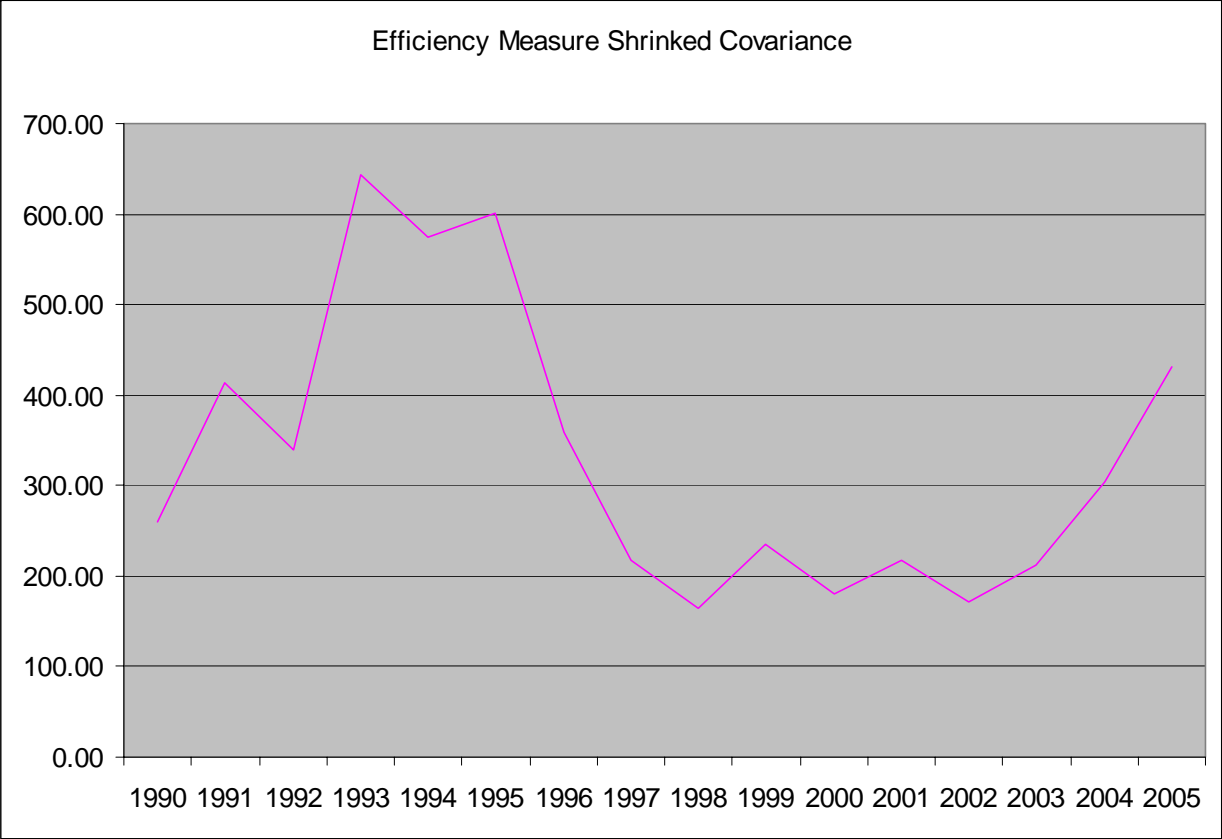
	<b>Markt</b> 0.5 ←      → 0.5	
	15%	-5%
Absolute Return Fund	-10%	7%
Index Fund	0%	0%

### 3. Absolute Return = Absolute Nonsense?

---

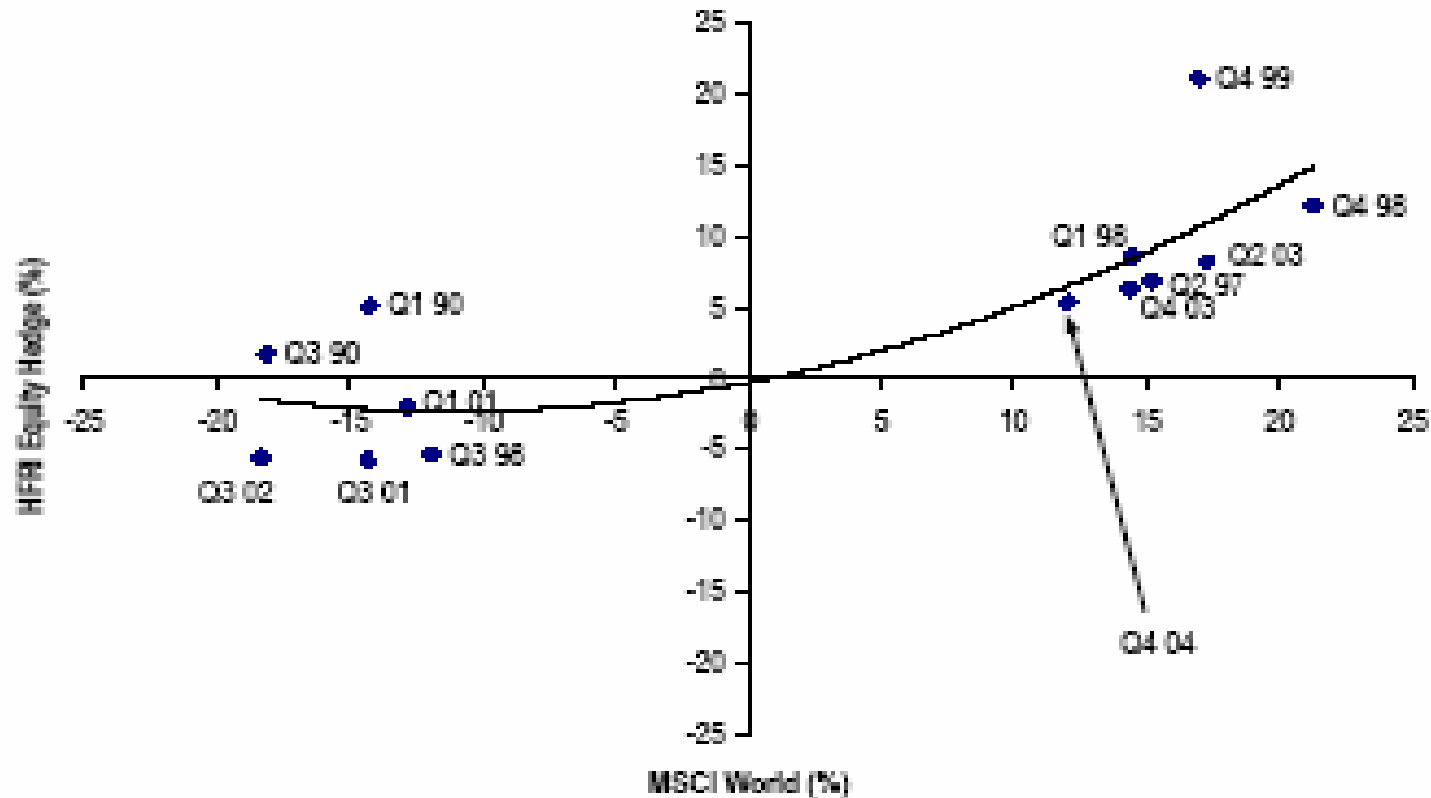
- Sicht der Investoren
  - Viele Investoren sind verlustavers.
  - Jedoch haben zu viele Investoren absolute Return Produkte wegen ihrem **relativen** Return gekauft!
- Markteffizienz
  - In spekulativen Blasen sind die Märkte nicht effizient
  - Aktives Management zahlt sich dann aus.
- Ausblick
  - Man kann absolute Return Strategien dynamisch benchmarken, um gute von schlechten Fonds zu unterscheiden
- Konklusion
  - Der nächste Crash kommt bestimmt.
  - Absolute Return Produkte machen durchaus Sinn.

# Effizienzmass von Gerber und Hens (2006)



# Ineichen (2005): Alpha is dynamic portfolio insurance

Chart 8: Double-digit quarterly returns of MSCI World (1990-2004)



Source: UBS (data from Bloomberg, Thomson Financial Datastream)

### 3. Absolute Return = Absolute Nonsense?

---

- Sicht der Investoren
  - Viele Investoren sind verlustavers.
  - Jedoch haben zu viele Investoren absolute Return Produkte wegen ihrem **relativen** Return gekauft!
- Markteffizienz
  - In spekulativen Blasen sind die Märkte nicht effizient
  - Aktives Management zahlt sich dann aus.
- Ausblick
  - Man kann absolute Return Strategien dynamisch benchmarken, um gute von schlechten Fonds zu unterscheiden
- Konklusion
  - Der nächste Crash kommt bestimmt.
  - Absolute Return Produkte machen durchaus Sinn.

### 3. Absolute Return = Absolute Nonsense?

---

- Sicht der Investoren
  - Viele Investoren sind verlustavers.
  - Jedoch haben zu viele Investoren absolute Return Produkte wegen ihrem **relativen** Return gekauft!
- Markteffizienz
  - In spekulativen Blasen sind Märkte nicht effizient
  - Aktives Management zahlt sich dann aus.
- Ausblick
  - Man kann absolute Return Strategien dynamisch benchmarken, um gute von schlechten Fonds zu unterscheiden
- Konklusion
  - Der nächste Crash kommt bestimmt.
  - Absolute Return Produkte machen durchaus Sinn.

# Agenda

---

1. Die Gretchenfrage
2. Entwicklung des Absolute Return
  - a. Das Zeitalter der Sklaverei
  - b. Das Erwachen
  - c. Die Ernüchterung
3. Absolute Return = Absolute Nonsense?
4. Literaturangaben

## 4. Literaturangaben

---

- Campbell, Lo and MacKinley (1999): A Non-Random Walk Down Wall Street.
- Campbell and Viceira (2002) Strategic Asset Allocation, CUP.
- Gerber and Hens (2006): Modelling Alpha Opportunities Within the CAPM, NCCR-working paper No 317.. <http://www.nccr-inrisk.unizh.ch/wps.php>
- Hens and Rieger (2006) „Following the Market“. NCCR-working paper No. 348. <http://www.nccr-finrisk.unizh.ch/wps.php>
- Ineichen (2005) The Critique of Pure Alpha, UBS Investment Research, AIS Report.
- Malkiel (1973): A Random Walk Down Wall Street, NY, Norton & Co.
- Shefrin (2000): “Beyond Greed & Fear: Understanding Behavioral Finance & the Psychology of Investing”, Harvard Business School Press.
- Shleifer (2000): “Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance”, Oxford University Press.
- Shiller (2000): Irrational Exuberance
- Shiller (2000): „Irrational Exuberance“, Princeton University Press

See also: <http://www.behavioralfinance.ch>