

Schutz vor fallenden Märkten

ABSOLUTE RETURN Schlechte Presse sind Absolute-Return-Manager gewohnt: Ihre Fonds seien renditeschwach, teuer und zu komplex. Die Kritik ist teilweise nicht gerechtfertigt, denn die Fonds richten sich an erfahrene Anleger und haben gar nicht das Ziel, hohe Renditen zu bringen. Anleger müssen bei den Fonds genau hinsehen, denn viel hängt von der Expertise und dem Erfolg des Investmentmanagers ab.

Absolute-Return-Fonds sind in eine tiefe Krise gerutscht. Die Produkte haben ihre selbstgesteckten Ziele so deutlich verfehlt, dass selbst in der Branche Zweifel an der Existenzberechtigung der Produktgattung aufkommen“, schrieb Julia Groth im März 2012 in der „Frankfurter Allgemeinen“ (FAZ). Absolute-Return-Fonds fiel es nach der Finanzkrise in 2008 und während der Eurokrise schwer, ihre Versprechen einzuhalten. 2011 verloren sie nach Angaben des Analysehauses Lipper im Schnitt drei Prozent, einige Fonds rutschten sogar 20 Prozent ins Minus. Im Vergleich mit dem Eurostoxx 50, der 2011 um 17,05 Prozent einbrach, relativieren sich die Verluste der Absolute-Return-Produkte. Aber das Versprechen war nicht, einen Index zu schlagen, sondern Anleger in jeder Marktlage vor Verlusten zu bewahren. Das konnten 2011 nur wenige Fondsmanager einhalten. Dennoch ist das Angebot an Absolute-Return-Strategien und das verwaltete Kapital in den letzten sechs Jahren gewachsen, genauso wie die erzielten Renditen. Woran liegt das?



Sucht man auf Morningstar nach der Kategorie „Absolute Return“, wird man enttäuscht. Das liegt nicht daran, dass die Plattform diese Fonds nicht bewertet, son-

dern an der Komplexität der Anlageklasse. Es gibt keine genaue Definition eines Absolute-Return-Fonds, da es verschiedene Strategien gibt, nach denen die Fonds gemanagt werden. So finden sie sich in vielen Kategorien auf Morningstar wieder und entsprechend schwierig ist es, ihre Performance miteinander zu vergleichen. Natürlich gibt es trotz der Unterschiede gemeinsame Merkmale, die helfen, Fonds als Absolute-Return-Fonds zu klassifizieren.

Die wichtigste gemeinsame Eigenschaft steckt in ihrem Namen: Die Fonds versuchen, unabhängig von der Marktentwicklung, eine absolut positive Rendite zu erzielen. Einige Manager wollen Renditen von x Prozent über dem Geldmarktindex erreichen. Andere sind so weit gegangen zu behaupten, dass sie in jeder Marktlage positiv performen. Ein zweites gemeinsames Versprechen ist, dass die Performance der Fonds weniger schwankt als die der Marktindizes. Zudem wirbt die Assetklasse damit, sich nicht an Benchmarks, abgesehen vom Geldmarkt, zu orientieren. Sie würden keine „Indexhugger“ anbieten, die aktives Management versprechen, dann aber Portfolios halten, die der Zusammensetzung ihres selbstgewählten Benchmark-Indizes stark ähneln.

Absolute-Return-Produkte gehören in der Regel zur Multi-Asset-Assetklasse und halten Aktien und Anleihen. Darüber hinaus sind sie frei auch in Fonds, Alternatives und Derivate zu investieren. Durch

Leerverkäufe können sie auf sinkende Kurse wetten und in fallenden Märkten positive Renditen erzielen.

Eine Folge dieser großen Freiheit der Fondsmanager sind die deutlichen Performanceunterschiede sowohl zwischen den verschiedenen Absolute-Return-Klassen als auch innerhalb. 87 Prozent der Absolute-Return-Fonds haben über die letzten fünf Jahre eine positive Rendite erzielt. Das geht aus einer Analyse von Lupus alpha in Zusammenarbeit mit Thomson Reuters Lipper hervor (Stichtag 30. Juni 2017). Im Schnitt habe die Rendite von Absolute-Return- und Alternative-Fonds mit 3,07 Prozent deutlich unter der Entwicklung des Eurostoxx 50 (11,77 Prozent) und des MSCI Welt (11,38 Prozent) gelegen. Doch den HFRX-Index, ein Proxy für die Performance von Hedgefonds, haben sie überholt, er konnte nur um 1,91 Prozent zulegen. Innerhalb der Anlageklasse gibt es jedoch deutliche Unterschiede. High-Risk-Absolute-Return Strategien, die im Euroraum anlegen, hätten über fünf Jahre eine annualisierte Rendite von drei Prozent erreicht. Anleger in Low-Risk-Strategien mussten sich laut Lupus alpha mit einer Rendite von einem Prozent zufrieden geben während Medium-Risk-Strategien mit 2,6 Prozent in der Mitte gelegen hätten.

Noch größer allerdings ist die Dispersion innerhalb der einzelnen Risikoklassen. Wie zu erwarten ist der Abstand zwischen der höchsten und niedrigsten Rendite in der Hochrisiko-Klasse am größten. Laut der Studie schwankte die Rendite über fünf



Guy Stern, Global Head of Multi-Asset and Macro Investing bei Aberdeen Standard Investments: „Das Spektrum an Multi-Asset- und Absolute-Return-Ansätzen ist so unterschiedlich wie die Bedürfnisse und Präferenzen der Investoren.“

Jahre in dieser Risikokategorie zwischen plus und minus zehn Prozent. Die Performance der wenig riskanten Fonds reichte von circa minus zwei Prozent bis plus fünf Prozent. Bei ausgewogene Strategien pendelte die Rendite zwischen minus fünf Prozent und acht Prozent.

Ein ähnliches Bild ergibt sich bei der Sharpe Ratio, die das Verhältnis der Überrendite (gemessen an der risikolosen Anlage) und der Volatilität (gemessen durch die Standardabweichung) misst. Ist die Sharpe Ratio größer eins, bedeutet das, dass für jede Einheit eingegangenes Risiko (Volatilität) auch eine Mehrrendite von über einem Prozent erzielt wurde. Der Durchschnitt der Sharpe Ratio über fünf Jahre liegt bei allen von Lupus alpha untersuchten Absolute-Return-Risikoklassen nahe 0,5. Überraschend ist hier, dass die Ausschläge nach oben und unten bei wenig riskanten Fonds am höchsten sind. Dort liegt der Wert zwischen minus eins und knapp drei. Bei riskanten Strategien erreichen gute Fonds einen Wert von 1,5. Zum Vergleich: Der Amundi ETF auf den MSCI Welt in US-Dollar hat eine Fünfjahres-Sharpe-Ratio von 2,2 (Stand: 5.Februar).

Mit dem Versprechen, wenig volatil zu sein und Verluste zu vermeiden, richten sich Absolute-Return-Fonds besonders an risikoaverse Anleger. Sie interessieren sich vor allem für die Höhe der möglichen Verluste und weniger für die Höhe der Rendite. Mit zunehmendem Anlagehorizont wird auch weniger wichtig, wie volatil der Kurs der Anlage ist, solange die Kursverluste wieder aufgeholt werden. Bedeutend ist also der Maximum-Drawdown als Kennzahl für das Verlustrisiko. Diese Größe gibt meist in Prozent an, wie viel Investoren verloren hätten, wenn sie beispielsweise eine Aktie zum teuersten Preis ge-

Rendite ausgewählter Fonds

Dargestellt ist die Performance der Absolute-Return-Fonds, die von den Zitatgebern im Text oder ihren Gesellschaften gemanagt werden.

Name	ISIN	Rendite lfd. Jahr	Rendite 3 Jahre	Rendite 5 Jahre
Carmignac Portfolio Capital Plus	LU0807689749	-2,73	-1,88	3,96
DNB Fund TMT Absolute Return	LU0547714799	-2,72	2,03	0,55
JPMorgan Global Macro Opportunities Fund	LU0095938881	2,97	6,07	9,07
Lupus alpha All Opportunities Fund	LU0329425713	1,52	8,33	9,7
SLI Global Absolute Return Strategies Fund	LU0548153955	0,01	-0,32	2,52
Threadneedle Absolute Return Bond Fund	GB00B0L4TF81	0,12	-9,07	-2,81
UniAbsoluterErtrag	LU1206679554	0,48	-	-

Quelle: Morningstar, Februar 2018; Angaben in Prozent



Adrian Hilton: „Es gibt eine riesige Bandbreite an Strategien und jede von ihnen nutzt unterschiedliche Investmentansätze und Risikoeinstellungen.“

kauft und zum tiefsten Preis verkauft hätten, innerhalb einer definierten Zeitspanne. Der Amundi ETF auf den MSCI Welt hat einen Maximum-Drawdown über die letzten fünf Jahre von minus 17,94 Prozent. In dieser Kategorie schneiden Absolute-Return-Fonds vergleichsweise gut ab. Im Schnitt konnten Anleger nach Ergebnissen der Analyse von Lupus alpha mit High-Risk-Absolute-Return-Fonds 16 Prozent verlieren. Doch reiche die Spanne der gesamten Klasse von minus 46 Prozent bis minus fünf Prozent.

Defensive Absolute-Return-Fonds halten ihr Versprechen, wenig riskant zu sein und haben laut Lupus alpha durchschnittliche Maximum-Drawdowns von minus fünf Prozent über die letzten fünf Jahre. Die Spanne ist überraschend klein, sie reicht von null bis minus elf Prozent. Ausgewogene Strategien hätten einen durchschnittlichen Maximum-Drawdown über fünf Jahre von minus sieben Prozent. An-

leger der am wenigsten riskanten Fonds in dieser Klasse hätten in fünf Jahren im Schnitt maximal drei Prozent verlieren können, Käufer des schlechtesten Fonds, nach diesem Kriterium, hätten 26 Prozent verlieren können. Während sich die Fonds mit der besten Rendite nach den Ergebnissen der Analyse nicht immer auf den vorderen Plätzen halten können, sind die Fonds mit den geringsten Verlusten überwiegend die gleichen wie im Jahr zuvor.

Dieser erste Überblick über die Performance der Absolute-Return-Fonds zeigt, dass Anleger selektiv vorgehen müssen. Für Investoren, die aufgrund ihrer mangelnden Erfahrung risikoavers sind, sind Absolute-Return-Produkte ungeeignet. „Die risikoscheuen, aber informierten und erfahrenen Investoren als Zielgruppe sind die richtigen Investoren. Aber diese muss man darauf hinweisen, dass es keine risikolose Rendite gibt“, sagt Hagen-Holger Apel, Senior Portfoliomanager bei DNB.

Anleger sollten Fonds qualitativ und quantitativ analysieren, bevor sie investieren. Sie sollten die Anlagestrategie verstehen, um zu wissen, welche Fonds das Risiko in ihren Portfolios senken können. „Auch Absolute-Return-Fonds können nicht aus dem Nichts Rendite schaffen. Deshalb sollten Anleger sich die einzelnen Strategien genau anschauen“, rät Franz Führer, Portfoliomanager des Lupus alpha All Opportunities Fonds.

Die Strategie eines Fonds zu verstehen, ist jedoch auch für erfahrene Investoren nicht immer einfach, denn oftmals ist es nicht leicht, aussagekräftige Erklärungen zu finden. Zudem sind Fondsmanager von Absolute-Return-Fonds sehr frei und können auch mehrere Strategien gleichzeitig nutzen. Viele Fonds nutzen Multi Asset-Strategien, um ihr Portfolio zu diversifizieren. Dabei können sie auch in Derivate, Alternatives, Credit und Währungen investieren. Einige Manager konzentrieren sich auf Anleihen oder Aktien und nutzen dabei meist Long-Short-Ansätze, um auch in fallenden Märkten Renditen erwirtschaften zu können. Franz Führer nutzt diese Möglichkeit: „Der Lupus alpha All Opportunities investiert überwiegend in deutsche und europäische Nebenwerte – ohne von einem steigenden Gesamtmarkt abzuhängen. All Opportunities bedeutet auch: Long- wie auch Short-Positionen einzugehen sowie spezielle Situationen wie Übernahmen oder Squeeze-outs nutzen zu können.“ Anders als bei Long-On-

ly-Produkten sei das Ziel, einen möglichst marktneutralen Fonds zu haben, damit der Investor nicht dem Risiko einer reinen Aktienanlage ausgesetzt sei. Daher bezeichnet Führer seinen Ansatz auch als Low Beta-Strategie.

Auch der DNB Fonds, TMT Absolute Return, geht Long- und Short-Positionen ein. Der Fonds investiert in Technologie-, Medien- und Telekommunikationsunternehmen weltweit. Ein Großteil des Fondsvermögens ist in Schuldpapieren angelegt, doch Renditetreiber sind vor allem Aktien. Der Manager analysiert, welche Aktien im Wert steigen und welche wahrscheinlich fallen werden und geht entsprechend long oder short. Doch leiden diese Strategien unter den wenig volatilen Märkten: „In den letzten Jahren ging die Volatilität massiv zurück, was die Long-Short-Manager vor eine Menge Herausforderungen stellte“, sagt Apel von DNB. „Im Falle steigender Aktienkurse ist es schwierig, short zu gehen. Dies ist der Grund, warum so viele



Franz Führer: „Wer eine Outperformance im Portfolio erzielen will, muss striktes Stockpicking betreiben.“

FOTO: ADRIAN HILTON

Long-Short-Strategien in den letzten Jahren Verluste erlitten haben. Wenn die Volatilität eines Tages zurückkommt, wird eine Differenzierung von Aktien hinsichtlich ihrer Qualität stattfinden“, erklärt Apel.

In steigenden Märkten kann es zwar schwieriger sein, auf fallende Aktienkurse zu setzen, dafür verspricht die von Führer angesprochene Merger-Arbitrage-Strategie mehr Erfolg. Hierbei wird der Arbitrage-Spread aus Fusionen und Übernahmen ausgenutzt. Bei der Übernahme eines Unternehmens liegt das Übernahmeangebot des Käufers meist über dem aktuellen Marktwert des Zielunternehmens. So will die akquirierende Partei die bisherigen Anteilsinhaber zum Verkauf ihrer Anteile an sie bewegen. Der Unterschied zwischen aktuellem Aktienpreis und Übernahmeangebot ist der Arbitrage-Spread. Arbitrage-Strategien zielen darauf ab, diesen Spread als Risikoprämie zu vereinnahmen. Dafür kaufen Investoren Aktien von Unternehmen kurz nach Ankündigung einer Übernahme. Je früher sie kaufen, desto größer ist in der Regel der Abstand zwischen Kaufpreis und Übernahmeangebot. Das Hauptrisiko dieser Strategie liegt im Scheitern der Transaktion, da der Aktienkurs in diesem Fall meist um mehrere Prozent einbricht. Übernahmen können aus mehreren Gründen scheitern: Widerstand der Aktionäre des Zielunternehmens, aufsichtsrechtliche Hürden, beispielsweise ein Verbot durch die Kartellbehörde, verschlechterte Finanzierungsbedingungen des Käufers oder vorher nicht entdeckte Probleme im Zielunternehmen. Der Erfolg der Merger-Arbitrage-Strategie ist weniger von den allgemeinen Marktbedingungen abhängig, sondern stark von den Gegebenheiten jeder einzelnen Transaktion. So können auch diese Strategien zur Marktneutralität eines Portfolios beitragen.

Global-Macro-Strategien versuchen, Markttrends frühzeitig zu erkennen und auszunutzen. Eines der bekanntesten Beispiele ist die Überbewertung des britischen Pfund 1992, die George Soros mit seinem Quantum Funds auszunutzen. Damals war das Pfund Teil des Währungskorbes der European Currency Unit, die Europäische Währungsunion, die allen Mitgliedern die Umstellung auf den Euro ermöglichen sollte. Die hohe Bewertung des Pfund war politisch motiviert und nicht fundamental gerechtfertigt. Gemeinsam mit anderen Investoren zwang Soros durch strategische Verkäufe die englische Zent-

ralbank sowie weitere Notenbanken, ihre Unterstützungskäufe aufzugeben und das Pfund wertete ab. Davon profitierte Soros, der die Währung geshortet hatte. „Die Makro-Trends können in unterschiedlichen Marktphasen einen Mehrwert generieren, das heißt, die Trends müssen weder positiv sein noch müssen die Märkte steigen“, sagt Talib Sheikh, Fondsmanager des JPMorgan Investment Funds, Global Macro Opportunities Fund.

Der Fonds wurde Ende November 2012 auf eine Makro-Strategie umgestellt. „Das bedeutet, dass das Management-Team die aktuell marktbeherrschenden volkswirtschaftlichen Themen identifiziert und diese in Anlagestrategien umsetzt. Dazu nutzt es neben klassischen Investments wie Aktien und Anleihen auch einen erweiterten Werkzeugkasten, beispielsweise Strategien, die auf eine relative Wertentwicklung abzielen sowie kurzfristige Absicherungsstrategien“, erklärt Sheikh. Momentan sei dies am besten durch Aktien umsetzbar, weshalb der Fonds derzeit nur einen geringen Teil seines Anlagevermögens in Anleihen halte. Der Fondsmanager setzt nach eigenen Angaben auf die Makro-Themen: fortgeschrittener US-Zyklus, Wachstumserholung in Europa, globale Zinsdivergenzen, breite Technologieakzeptanz, niedriges Trendwachstum, Konvergenz der Schwellenländer, China im Übergang und Japan post Abenomics.

Sheikh nennt ein Beispiel, wie der Fonds relative Wertentwicklungen und das Thema „fortgeschrittener US-Zyklus“ nutzen will: „Im Global Macro Opportunities Fund setzt unser Management den fortgeschrittenen US-Wirtschaftszyklus beispielsweise über eine taktische Long-Dollar- gegenüber einer Short-Yen-Position um. Dadurch kann der Fonds profitieren, wenn der Dollar gegenüber dem Yen stärker wird, was die Erwartungen einer Normalisierung der US-Geldpolitik gegenüber der japanischen Zentralbank, Bank of Japan, widerspiegelt, die sich zumindest in den nächsten Quartalen einer äußerst expansiven Geldpolitik verpflichtet fühlt.“

Die genannten Strategien können auch gemeinsam in einem Multi-Strategie-Ansatz in einem einzigen Fonds angewendet werden. Möglich ist das, indem ein Fonds nach mehreren Strategien gemanagt wird oder indem ein Dachfonds in Unterfonds mit unterschiedlichen Ansätzen investiert. Der Uni Absoluter Ertrag ist ein solcher Dachfonds, der Fonds ist nach Angaben

FOTO: FRANK BLUEMLER

„Eine gute Performance allein reicht nicht“

INTERVIEW Lupus alpha veröffentlicht in Zusammenarbeit mit Thomson Reuters zweimal jährlich eine Studie über Absolute-Return-Anlagestrategien. Über die Ergebnisse hat Cash. mit Ralf Lochmüller gesprochen, Managing Partner und Sprecher der Partner bei Lupus alpha.

In Ihrer Absolute-Return-Studie betrachten Sie nicht nur Absolute-Return-Fonds, sondern auch alternative Anlagestrategien. Wie grenzen sich die Fondsklassen voneinander ab?

Lochmüller: Die Grenzen zwischen beiden Anlagestrategien sind fließend. Bei Absolute Return handelt es sich um asymmetrische Strategien. Hier geht es in erster Linie darum, Verluste zu begrenzen und Gewinne weitestgehend mitzunehmen. Diese Idee kann mit unterschiedlichen Strategien und Assetklassen umgesetzt werden. Bei Liquid Alternatives oder Alternatives handelt es sich dagegen um hedgefonds-ähnliche Strategien, keine einfachen Long-Aktien oder Long-Renten-Ansätze. Eine Bedingung ist, dass die Strategien liquide handelbar sein müssen, in Abgrenzung zu Private Equity oder Infrastruktur. Bei Alternatives liegt der Schwerpunkt auf einer oder mehreren alternativen und liquiden Renditequellen. Das Auszahlungsprofil kann asymmetrisch sein, muss es aber nicht. Die Risikoprofile der verschiedenen Strategien sind dabei sehr unterschiedlich. Das breite Universum bietet mehr Auswahl, macht es für den Anleger aber auch etwas unübersichtlich.

Ein Ergebnis Ihres im August 2017 veröffentlichten Papiers ist, dass hedgefonds-ähnliche Strategien beliebter werden, während der Anteil klassischer Absolute-Return-Fonds am gesamten von Ihnen betrachteten Universum abnimmt. Wie lässt sich die veränderte Nachfrage erklären?

Lochmüller: Im Fokus der Anleger standen im vergangenen Jahr vor allem spezialisierte Anlagestrategien, die möglichst wenig mit traditionellen Assetklassen wie Aktien und Renten korrelieren. Dadurch wollen Investoren die Diversifikation ihrer Portfolios verbessern.

Ebenso fällt auf, dass einige wenige große Fonds das Universum der alternativen- und Absolute-Return-Strategien dominieren. Welche Gründe gibt es dafür?

Lochmüller: Kurz gesagt: „the winner takes it all“. Die Mittelzuflüsse konzentrieren sich auf einige Schwergewichte im Fondsuniversum. Das liegt teilweise daran, dass die kleineren Fonds aufgrund ihrer geringen Größe häufiger geschlossen und liquidiert werden. Die Mindestgröße ist ein Wettbewerbsvorteil.

Beobachten Sie eine Trendwende? Investieren Anleger vermehrt in kleinere Fonds?

Lochmüller: Eine Trendwende bei dem Mittelabsatz sehen wir derzeit nicht. Auf rund 40 Fonds, die Top fünf Prozent der Fonds nach Größe, entfällt fast die Hälfte aller Mittel.

Sie haben festgestellt, dass vor allem besonders kleine Absolute-Return-Fonds liquidiert werden, darunter auch solche, die überdurchschnittlich hohe Renditen erreicht haben. Woran liegt das?

Lochmüller: Eine gute Performance allein reicht eben nicht aus. Wenn der Vertriebs-erfolg ausbleibt, sei es wegen mangelnder Differenzierung oder auch weil die Manager des Fonds zu häufig wechseln, dann

ziehen einzelne Gesellschaften schon einmal die Reißleine.

Je kürzer der Beobachtungszeitraum, desto enttäuschender sind die durchschnittliche Performance und die Sharpe-Ratio der Absolute-Return-Fonds. Brechen die Fonds damit ihr Versprechen, in allen Marktlagen positive Renditen zu erwirtschaften?

Lochmüller: Absolute-Return-Fonds wurden in der Vergangenheit oft mit dem Versprechen verkauft, in jeder Marktphase und in jedem Jahr positive Renditen zu erzielen. Das war eher das Werk voreiliger Marketingstrategen. Der Anspruch von Absolute Return muss vielmehr sein, über einen Börsenzyklus hinweg stabile, positive Ergebnisse zu erreichen. Für einen echten Lackmus-Test braucht es einen Zeitraum von mehreren Jahren. Erst dann sieht man, ob das Ziel erreicht wurde oder nicht.

Gibt es hier einen Unterschied zwischen kleineren und größeren Fonds?

Lochmüller: Nein, wir konnten keinen eindeutigen oder konsistenten Zusammenhang zwischen Größe und Performance feststellen. Sehr kleine Fonds leiden tendenziell unter einer relativ höheren Kostenbelastung, denn die Fixkosten verteilen sich auf weniger Volumen. Das drückt dann stärker auf die Performance als bei größeren Fonds.

Haben Absolute-Return-Fonds 2017 unter zu wenig Volatilität gelitten?

Lochmüller: So pauschal kann man das nicht sagen. Absolute Return und Alterna-



Ralf Lochmüller, Lupus Alpha

tives lassen sich nicht auf eine bestimmte Investmentstrategie oder Renditequelle festlegen. Dafür ist das Universum viel zu heterogen. 2017 gab es durchaus erfolgreiche Strategien, die sich auch in einem wenig volatilen Kapitalmarktumfeld von der Masse absetzen konnten wie Global Macro oder Long-/Short-Aktien. Das gleiche gilt auch für einige ausgewiesene Vola-Strategien, die trotz der niedrigen

Volatilität attraktive Erträge erwirtschaften konnten. Die absolute Höhe der Marktvolatilität spielt für den Erfolg dieser Strategien keine Rolle. Entscheidend ist vielmehr die Differenz zwischen der erwarteten und der realisierten Marktschwankung, also der Handel zwischen dem Heute und der Zukunft.

Ein weiteres Ergebnis Ihrer Studie war, dass die Top-Performer des Vorjahres im Folgejahr nicht unbedingt wieder auf den ersten Plätzen landen, während sich die Gruppe der Fonds mit den geringsten Drawdowns weniger stark verändert. Woran liegt das?

Lochmüller: In diesem Punkt unterscheidet sich die Absolute-Return-Welt nicht von der Welt der Long-Only-Manager. Häufig sind von einem Kalenderjahr zum anderen „Favoritenwechsel“ zu beobachten. Den wenigsten Managern gelingt es, sich dauerhaft unter den besten 20 Prozent zu halten. Anders beim Risikomanagement. Hier zeigen unsere Studien der vergangenen Jahre, dass aktives Risikomanagement für Werterhaltung und langfristige Performance eine Schlüsseldisziplin des Portfolio Managements geworden ist. Dies zeigt sich auch in der Gruppe der Fonds mit den geringsten Maximalverlusten. Hinzu kommt, dass es bestimmte Anlagestrategien gibt, die aufgrund ihres Rendite-Risiko-Profiles grundsätzlich höhere oder geringere Drawdowns aufweisen, sodass dieses Kriterium tendenziell stabiler ist als die Performance.

Die Bandbreite der Rendite- und Risikokennzahlen ist enorm, auch innerhalb der Absolute Return-Kategorien. Tauschen Anleger damit das Marktrisiko gegen das Managerisiko?

Lochmüller: Die Leistung der einzelnen Absolute-Return-Fonds fällt schon sehr

unterschiedlich aus. In unseren Studien beobachten wir, dass sich der Trend zunehmender Qualitätsunterschiede seit mehreren Jahren fortsetzt. Das macht die Fondsauswahl für Anleger nicht unbedingt einfacher. Sie sollten daher genau hinschauen, welchem Konzept und welchem Manager Sie Ihr Geld anvertrauen. Allerdings können auch die besten Manager von unerwarteten Marktereignissen getroffen werden. Das Marktrisiko lässt sich nie ganz ausschließen.

Welche Probleme müssen Absolute-Return-Fonds 2018 bewältigen?

Lochmüller: Absolute-Return-Produkte müssen auch weiterhin beweisen, dass sie ihr Leistungsversprechen erfüllen. Das ist nicht unbedingt ein Problem, eher die Messlatte, die Investoren zu Recht heranziehen. Gelingt das, dann werden alternative Anlagen auch ihrer wichtigen Rolle in den Portfolios der Investoren gerecht: Ertragsstabilisierung und Diversifikation. Was die Marktentwicklung angeht, so sind die Zinsentwicklung, aber auch die Währungsseite sicherlich im Blick zu behalten. Vor allem der starke Euro machte im Jahr 2017 einigen Absolute-Return-Fonds zu schaffen.

Welche Chancen bieten die Finanzmärkte der Anlageklasse in 2018?

Lochmüller: Die größte Überraschung in 2018 wäre sicherlich, wenn es keine Überraschungen an den Märkten geben würde. Die größte Chance für Absolute-Return-Fonds liegt meiner Meinung nach darin, sich in den Portfolios von Investoren fest zu etablieren. Hier nachhaltig zu überzeugen, halte ich für die wichtigste Herausforderung in 2018.

Das Gespräch führte Katharina Lamster, Cash.

der Investmentgesellschaft Union Investment „ein global investierender Mischfonds mit Absolute-Return-Charakter“, der flexibel in verschiedene Investmentstrategien anlegt. Diese sollen überwiegend marktunabhängig sein. Bei positiven Renditeerwartungen investiert das Management aber auch in marktabhängige Ansätze. Das Anlageziel des Fonds ist, die Geldmarktrendite, gemessen am Drei-Monats-Euribor, um drei Prozentpunkte zu übertreffen, vor Kosten und rollierend über drei Jahre. Um dieses Ziel zu erreichen, kann das Fondsvermögen in Aktien,

Anleihen, Geldmarktinstrumente, Rohstoffe und Währungen investieren, auch in Derivate und Zielfonds.

Jörg Schmidt, Senior Portfolio Manager und Leiter Fund Selection Strategy im Multi Asset Management bei Union Investment, erläutert die Vorteile eines Absolute Return-Dachfonds: „Absolute-Return-Strategien eignen sich aus unserer Sicht grundsätzlich sehr gut für risikoaverse Investoren. Insbesondere entsprechende Multi-Strategie-Ansätze bieten ein hohes Maß an Diversifikation. Dadurch wird der Anleger unabhängiger von dominanten

Risikotreibern wie der Richtung des Aktien- oder Rentenmarktes.“ Daher würden sich Absolute-Return-Strategien auch für Investoren eignen, die bereits in Multi-Asset-Konzepten investiert sind und ihr Portfolio weiter diversifizieren möchten. Bei der Auswahl der Fonds achtet Schmidt auf quantitative Faktoren wie das Drawdown-Profil eines Fonds, das das Verhalten in Verlustphasen angibt. Das Rendite-Profil sollte möglichst asymmetrisch sein. „In der qualitativen Analyse schaue wir sehr genau auf den menschlichen Faktor. Wir möchten uns ein klares Bild über die Fä-

higkeiten des Investmentteams und dessen Strategie verschaffen. Dazu muss man die Köpfe hinter den Strategien kennen. Daher führen wir viele Manager-Interviews durch“, sagt Schmidt.

Der Einschätzung, dass Multi-Strategie-Ansätze überlegen sind, stimmt auch Adrian Hilton zu, er ist Fondsmanager des Absolute Return Bond Funds von Columbia Threadneedle: „Fonds, die ihre Renditen lediglich auf Erhöhung ihrer Marktbe-
Foto: LUPUS ALPHA

einer angenommenen Makrotheorie kompensiert haben, werden in Zukunft nicht mehr so gut dastehen.“ Hiltons Fonds ist zu mindestens zwei Dritteln in Kauf- und Verkaufspositionen von globalen Unternehmens- und Staatsanleihen, Devisen und Zahlungsmitteln investiert. Hilton ergänzt: „Meiner Meinung nach sollte ein Absolute-Return- Bond Fund die Flexibilität und Möglichkeit haben, die richtige Strategie für jede Marktsituation auszuwählen, um die Relative-Value-Chancen dort auszunutzen, wo sie sich bieten.“ Risikoaverse Investoren stehen 2018 vor ei-

nem Dilemma. Während Anleihen, insbesondere Staatsanleihen, keine Rendite mehr bieten, ist die Aktienanlage riskanter als im Vorjahr, unter anderem durch hohe Bewertungen. Hinzu kommt, dass die Zinsen anziehen könnten.

Sowohl die Politik der US-Notenbank Federal Reserve (Fed) als auch die Politik der Europäischen Zentralbank (EZB) werden restriktiver beziehungsweise weniger expansiv. Die Fed wird den Leitzins 2018 in mehreren Schritten erhöhen, die EZB könnte zumindest gegen Ende des Jahres aus ihrem Anleihekaufprogramm

austreten. Es ist wahrscheinlich, dass die Volatilität an den Aktien- und Anleihenmärkten steigt. Der „Flash-Crash“ an der Wall Street Anfang Februar ist ein Beispiel dafür, dass allein die Sorge vor steigenden Zinsen Aktienanleger verkaufen lässt. Der Leitindex Dow Jones ist innerhalb eines Tages um 4,6 Prozent gesunken, so viel wie noch nie an einem einzigen Tag.



Hans-Holger Apel: „Wenn die Volatilität eines Tages zurückkommt, wird eine Differenzierung von Aktien hinsichtlich ihrer Qualität stattfinden.“

Höhere Zinsen verschlechtern die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen und drücken damit Aktien- und Anleihenpreise. Zudem könnte die Investitionstätigkeit abnehmen. Die Geldpolitik habe jahrelang bequeme Konditionen geliefert und beginne nun eine andere Richtung einzuschlagen, sagt Adrian Hilton von Columbia Threadneedle. Dies habe zu extremen Bewertungen bei risikobehafteten Assetklassen geführt.

„Teilweise als Resultat daraus treten entwickelte Volkswirtschaften nun in eine Periode der Unsicherheit ein, wo die traditionellen Renditemöglichkeiten begrenzt sind. Ich denke, das ist genau das Szenario, in dem Absolute-Return-Bond-Funds voll zur Geltung kommen, weil sie Gelegenheiten wahrnehmen, die nicht mit dem Markt korrelieren und indem sie die Flexibilität bieten, auf Short Durationen und Kreditpositionen zu setzen, wenn es angebracht ist“, so Hilton.

Weniger optimistisch ist Carlos Galvis, Fondsmanager des Carmignac Portfolio Capital Plus, ein Absolute-Return-

Fonds, der überwiegend in Anleihen angelegt. Galvis darf das Anlagevermögen in Zinsen, Credit, Währungen und Aktien (maximal zehn Prozent) investieren. Der Fonds fährt einen Multi-Strategy-Ansatz und darf Netto-Short-Durationen eingehen sowie long und short auf Währungen oder gegen sie setzen. „Die ultra lockere Zentralbankpolitik hält die Weltwirtschaft am Laufen“, sagt Galvis.

Die Liquidität in Verbindung mit niedrigen Inflationserwartungen hätten das Vertrauen der Investoren gestärkt und Aktienmärkte auf Allzeithochs getrieben. Daher sei die Herausforderung für 2018, zu bewerten, wie sich das Marktumfeld entwickelt. Der Wirtschaftszyklus befinde sich in einer Spätphase und die Geldpolitik normalisiere sich allmählich. „Dieses neue Marktregime stellt anleihenbasierte Absolute-Return-Fonds vor Herausforderungen aufgrund der höheren Volatilität. Deswegen müssen Investoren flexibel und opportunistisch vorgehen und auf ihr Risikomanagement achten, nicht zuletzt da die Bewertungen hoch sind“, so Galvis.

Ähnlich wie Hilton sieht Hans-Holger Apel von DNB in strengeren Finanzierungsbedingungen Chancen für Long-Short-Manager: „Mit steigenden Zinsraten sind Unternehmen gezwungen, Ideen und Innovationen zu schaffen. Ein Niedrigzinsumfeld führt im Gegensatz dazu zu einem Mangel an Innovation und damit zu Unternehmen mit einem Geschäftsmodell, das unter normalen Umständen nicht über-

leben würde. Ein großartiges Szenario für Long-Short-Manager, die in der Lage sind, Gewinner und Verlierer einer restriktiven Geldpolitik zu identifizieren.“

Gerade Short-Positionen sind jedoch riskant, da Investoren mehr als die eingesetzte Summe verlieren können, weshalb insbesondere vorsichtige Investoren diesen Strategien skeptisch gegenüberstehen. Doch Apel sagt, dass auch Long-Only-Strategien mit stark positiven oder negativen Renditen einhergehen können. Das sei bei Long-Short-Strategien nicht anders, jedoch sei dabei die Volatilität wesentlich geringer. „Niemand kann erwarten, dass eine Anlage niemals negative Renditen erzielen wird. Wenn ein Long-Short-Fonds bei einem Börsencrash um 15 Prozent fällt und ein Long-Only-Fonds um 50 Prozent, dann gibt es keine absolute Rendite, aber immer noch Outperformance. Das sollte nicht geschehen, aber es kann passieren. Selbst risikoscheue Anleger sollten dies berücksichtigen“, sagt Apel. Dieser Aussage stimmt auch Sheikh von JPMorgan zu. Der Global Macro Opportunities Fonds könne aufgrund seiner dynamischen Ausrichtung und der Investmentstrategie, die auf Themen fokussiert ist, volatile Phasen haben, das sollten Investoren aushalten können. „Anleger sollten darüber hinaus wissen, dass Absolute Return nicht Garantie heißt“, sagt Sheikh. Auch bei seinem Fonds gebe es Jahre mit negativer Wertentwicklung. Deshalb sei ein mittel- bis langfristiger Anlagehorizont wichtig.

Investoren sollten auch beachten, dass die Anlagestrategien komplex und bei Multi-Strategy-Ansätzen zudem vielschichtig sind, das macht die Produkte weniger transparent. Dieser Punkt ist vor allem deshalb problematisch, weil Absolute-Return-Fonds meist verwendet werden, um das Portfolio zu diversifizieren und die Volatilität sowie das Risiko zu senken. Können Anleger die Risikostruktur eines einzelnen Fonds nicht verstehen, wird es noch schwieriger, das Rendite-Risiko-Profil ihres Anlageportfolios zu kontrollieren. Hilton von Columbia Threadneedle rät deshalb: „Investoren müssen ihre Absolute-Return-Produkte mit Sorgfalt auswählen. Es gibt eine riesige Bandbreite an Strategien und jede von ihnen nutzt unterschiedliche Investmentansätze und Risikoeinstellungen. Das macht den Vergleich der Strategien schwierig.“

Wie schon die eingangs erwähnte Analyse von Lupus alpha illustriert, gibt es



Talib Sheikh: „Anleger sollten wissen, dass Absolute Return nicht Garantie heißt.“

auch innerhalb der Absolute-Return-Klassen große Unterschiede in der Performance und bei den Risikokennzahlen. Während die Fonds im Durchschnitt keine vielversprechenden Renditen- und Risikokennzahlen haben, gibt es einige Ausreißer nach oben. Besonders stabil ist dabei der Maximum-Drawdown, die Fonds mit den niedrigsten Verlustraten behalten diesen meist über mehrere Jahre, was laut Lupus alpha darauf hindeutet, dass gutes Risikomanagement Erfahrung braucht. Absolute-Return-Strategien werden sich gerade in Bullenmärkten nicht zum Renditetreiber eines Portfolios entwickeln. Dafür sind ihre Strategien auch nicht ausgelegt. Das ist ein zusätzlicher Grund für Anleger, auf die Risikokennzahlen zu achten. So sagt auch Hilton: „Absolute-Return-Bond-Fonds stellen eine hervorragende Möglichkeit für Investoren dar, des Marktexposure ihrer Portfolios in eine bestimmte Richtung zu reduzieren. In einem Umfeld zunehmender Volatilität und sich verändernder Liquiditätsbedingungen bieten Absolute-Return-Strategien eine wertvolle Diversifizierungsmöglichkeit.“

Anleger sollten bei ihrer Wahl auch beachten, dass sich das Marktumfeld in 2018 voraussichtlich ändern wird. Das wird sich auf die Performance der Fonds auswirken. Franz Führer von Lupus alpha geht nicht davon aus, dass ein moderater Zinsanstieg zum Schreckensszenario für die Aktienmärkte wird, auch wenn die Geld-

politik der Notenbanken in den vergangenen Jahren die Kursentwicklung europäischer Aktien stark beeinflusst hat. „Auch bei einer weniger expansiven Geldpolitik gibt es für aktienbasierte Absolute-Return-Strategien durchaus Investmentchancen. Wer eine Outperformance im Portfolio erzielen will, muss striktes Stockpicking betreiben und sich dabei an Faktoren wie strukturellem Wachstum in Megatrends, günstiger Bewertung und strategischer Ausrichtung orientieren“, sagt Führer.

Ebenfalls optimistisch für 2018 ist Jörg Schmidt von Union Investment. Insbesondere Global-Macro-Strategien hätten von der Korrektur am Rentenmarkt profitiert. Ebenso sei das Umfeld für marktneutrale Strategien positiv, vor allem durch die derzeit hohe Streuung einzelner Titel, der implizite Korrelationskoeffizient am Aktienmarkt sei gering. „Investoren unterscheiden also deutlich zwischen guten und schlechten Unternehmen und das ist wiederum ein ideales Umfeld für Long-Short-Strategien“, sagt Schmidt. Auch Merger-Arbitrage-Ansätze werden seiner Meinung nach von dem guten Konjunkturmilieu und der Klarheit profitieren, die die US-Steuerreform bringe.

Die Jahresausblicke auf 2018, die im Dezember und Januar von vielen Fonds- und Researchgesellschaften veröffentlicht wurden, waren sich in drei Punkten einig. Erstens: Der konjunkturelle

Schwung aus 2017 wird sich in 2018 fortsetzen, aber die Volatilität und Unsicherheit an den Märkten wird steigen. Zweitens müssen sich die Märkte auf eine restriktivere Geldpolitik der Notenbanken einstellen. Auch wenn die meisten Beobachter davon ausgehen, dass die Zentralbanken vorsichtig genug vorgehen werden, besteht dennoch die Gefahr, dass die Finanzmärkte negativ auf den Liquiditätsabfluss reagieren werden. Drittens ist der Konjunkturzyklus in den USA im Gegensatz zum Zyklus in Europa weiter fortgeschritten.

Auch wenn die Länge eines Aufschwungs noch nichts über sein Ende aussagt, so sollten Investoren den Aufwärtstrend nicht für selbstverständlich halten und für die nächsten Jahre voraussetzen. „Obwohl die US-Wirtschaft in einer reifen Phase des Zyklus ist, befinden sich andere Regionen wie Europa oder die Emerging Markets erst seit 18 Monaten im Aufschwung. Es wird reichlich Gelegenheit geben, zu guten Erträgen zu kommen, denn der späte Zyklus neigt dazu, aktives Management zu bevorzugen, da die Streuung zunimmt“, sagt Talib Sheikh von JPMorgan. Auch wenn der Zyklus noch mehrere Jahre anhalten könne, sollten Investoren aufmerksam sein und die Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Daten beobachten. „Nur wer ein diversifiziertes Portfolio führt, das ein liquides Anlageuniversum abdeckt, kann im Falle steigender Volatilität schnell reagieren“, so Sheikh.

Nach Ansicht von Adrian Hilton von Columbia Threadneedle endet die Phase des Bullenmarktes für Risikoklassen, in die Investoren stark investiert haben. „Da sich die Überrenditen in diesen Assetklassen verringern, erwarten wir ein zunehmendes Interesse seitens der Investoren für flexiblere Strategien mit der Möglichkeit, in Zeiten von Marktkorrekturen absolute Performance zu generieren“, schließt Hilton. Damit würde sich der Trend der vergangenen Jahre fortsetzen, in denen Absolute-Return- und Alternative-Strategien vermehrt nachgefragt wurden. Seit 2005 ist die Zahl der Absolute-Return- und Alternative-Fonds von 505 auf 656 gestiegen. Das ist ein Ergebnis der Lupus-alpha-Absolute-Return-Studie. Das verwaltete Vermögen beider Fondsklassen sei allein im ersten Halbjahr 2017 um 13 Prozent von 201,6 Milliarden Euro auf 227,9 Milliarden Euro gestiegen. ■

Katharina Lamster, Cash.