

„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