

SCHWIERIGE ZEITEN FÜR ALPHA



Eine enttäuschende Performance einiger Absolute-Return-Produkte ist auf den liquiditätsgetriebenen Markt zurückzuführen. Mit dem Können der Fondsmanager haben diese schwächeren Zahlen nichts zu tun, erklärt Dachfondspionier ECKHARD SAUREN im Gespräch mit EMILY BLEWETT.

ECKHARD SAUREN
SAUREN FONDS-SERVICE
KÖLN



VIELE SAUREN-DACHFONDS HABEN IM ERSTEN HALBJAHR 2016 UNTER DER SCHWACHEN PERFORMANCE VON ABSOLUTE-RETURN-FONDS GELITTEN. WO LIEGEN DIE GRÜNDE FÜR DIESE ENTWICKLUNG?

☛ Mit der Wertentwicklung unserer Absolute-Return-Dachfonds und unserer modernen Multi-Asset-Dachfonds sind wir nicht zufrieden. Das Marktumfeld im ersten Halbjahr war über weite Strecken wenig fundamental. Insbesondere aktienorientierte Absolute-Return-Strategien wurden vor Probleme gestellt. Es gab kurzfristige und starke Markt-Rotation auf Sektor- und Einzeltitelebene, was zu einem negativen Alpha sowohl auf der Long- als auch auf der Short-Seite führte. Daneben gab es Marktphasen ohne Berücksichtigung fundamentaler Faktoren. Selbst wenn ein Fondsmanager seine Arbeit gut gemacht hat, wurde dies vom Markt nicht belohnt. So wurden beispielsweise Aktien mit publizierten positiven Unternehmensergebnissen vom Markt abgestraft, während Kurse von Aktien anstiegen, welche nachgebende Unternehmensergebnisse vermeldeten. Bei solchen Rahmenbedingungen ist es für fundamental orientierte Fondsmanager schwierig bis unmöglich, eine positive Wertentwicklung zu erzielen.

WIESO SIND ABSOLUTE-RETURN-FONDSMANAGER VON DIESEN MARKTVERZERRUNGEN AM MEISTEN BETROFFEN?

☛ Der Hauptgrund ist, dass es in diesem liquiditätsgetriebenen Markt sehr schwer ist, Alpha zu erzielen. Bei klassischen Aktien-Long-Only-Fonds von normalerweise relativ konstanten Outperformern wie Olgerd Eichler oder Nicolas Walewski gab es das gleiche Problem. Nur hat man bei Absolute Return das doppelte Problem – da man dort auf der Long- sowie auf der Short-Seite betroffen ist. Auf Aktien-Ebene haben Unternehmenszahlen momentan kaum einen Einfluss. Eine positive Kursentwicklung hatten dagegen Aktien mit gut prognostizierbaren Erträgen sowie Dividendenaktien, die bereits hohe Bewertungen haben und jetzt nochmal gut gelaufen sind. Diese Bewegung zeigt, dass die Aktienmärkte sehr stark von den Anleihemärkten getrieben sind.

DIESE ENTWICKLUNG HAT ALSO NICHTS MIT FONDS-MANAGER-KÖNNEN ZU TUN?

☛ Unsere Portfolios sind breit über eine Vielzahl von Fondsmanagern mit unterschiedlichen Strategien diversifiziert. Unter normalen Marktbedingungen sollten die Ergebnisse der ausgewählten Fonds eine niedrige Korrelation untereinander aufweisen. Seit Jahresbeginn weisen jedoch 17 Fonds unter unseren Top-20-Anlageideen eine negative Entwicklung auf. Dass plötzlich nahezu alle ausgewählten Fondsmanager ihr Handwerk verlernt haben, ist auszuschließen.

HABEN SIE SICH VON EINIGEN FONDSMANAGERN VOR DIESEM HINTERGRUND GETRENNT?

☛ Wir haben mit allen Fondsmanagern gesprochen und alle konnten die Entwicklung ihrer Fonds plausibel erklären. Wir glauben nicht, dass es an einer fehlerhaften Analyse der Fondsmanager liegt. 2008 hatten wir eine ähnliche Konstellation, bei der extrem viele Fondsmanager deutlich negatives Alpha generierten. So wie heute war der Markt damals von Liquidität getrieben. 2009 konnten die Fondsmanager dann wieder überzeugen. Entscheidend ist, dass man Gespräche mit den Fondsmanagern führt und versteht, wieso die Performance gelitten hat.

„Es ist auszuschließen, dass plötzlich nahezu alle ausgewählten Fondsmanager ihr Handwerk verlernt haben.“

AUCH EINIGE RENTENORIENTIERTE ABSOLUTE-RETURN-STRATEGIEN HATTEN IN LETZTER ZEIT ZU KÄMPFEN (Z.B. DER BISHER STARK GELAUFENE BLUEBAY INVESTMENT GRADE ABSOLUTE RETURN BOND). WAS SEHEN SIE ALS GRUND DAFÜR?

☉ BlueBay ist ein hervorragendes Beispiel. Dort arbeiten einige der erfahrensten Fondsmanager im Anleihebereich, welche die Marktverwerfungen nicht vorhergesehen haben. Der Absolute-Return-Rentenfonds konnte sich dem Marktumfeld nicht entziehen und verbuchte einen Verlust. Ein flexibel ausgerichteter Rentenfonds vom gleichen Fondsmanager profitierte dagegen von dem deutlich in den negativen Bereich fallenden Kapitalmarktzins und erzielte einen signifikanten Wertzuwachs. Dieses Beispiel verdeutlicht, dass das Umfeld sehr stark liquiditätsgetrieben war und mit fundamentalen Analysen kein Mehrwert zu erzielen war.

WIE LANGE GEHT DIESE ENTWICKLUNG AM RENTEN-MARKT NOCH WEITER?

☉ Solche Phasen einer durchaus irrationalen Entwicklung kommen immer mal wieder vor. Ihre Dauer ist zeitlich schwer einzuschätzen. Rein mathematisch ist es jedoch nachweisbar, dass eine solche Entwicklung nicht nachhaltig sein kann. Wer heute zehnjährige Bundesanleihen mit einer negativen Verzinsung kauft, kann dies nur dann vertreten, wenn er davon überzeugt ist, dass er jemanden findet, der ihm die Anleihen später zu einem noch höheren Preis abkaufen wird. Sollte es irgendwann diesen Abnehmer („greater fool“) nicht mehr geben, kommt es zum Kursverfall.

Auf mittlere bis längere Sicht gehen wir daher davon aus, dass die Blase am Anleihenmarkt platzen wird. Dementsprechend warnen wir vor klassischen Rentenfonds und raten zu Absolute-Return-Fonds, bei denen mittelfristig ein Ertragsziel von 3% p.a. realistisch erscheint.

ABSOLUTE-RETURN-STRATEGIEN HABEN ALSO TROTZ IHRER SCHWACHEN PERFORMANCE DER VERGANGENEN MONATE NOCH IHRE BERECHTIGUNG IM PORTFOLIO?

☉ An der Kernattraktivität ist nichts verloren gegangen. Wenn man davon ausgeht, dass die Aktienmärkte sich auf lange Sicht weitgehend mit den Unternehmensgewinnen entwickeln und Absolute-Return-Fondsmanager wie Graham Clapp von Pensato Capital oder Bernd Ondruch von Astellon Capital Partners in der Lage sind, in einem normalen Marktumfeld positive Erträge zu erzielen, dann gibt es keinen Zweifel an der Attraktivität von Absolute-Return-Strategien.

WELCHEN NEUEN FONDS HABEN SIE SEIT JAHRESBEGINN INS PORTFOLIO GENOMMEN? VON WELCHEN FONDS HABEN SIE ABSTAND GENOMMEN UND WARUM?

☉ Wir haben im bisherigen Jahresverlauf einen vielversprechenden Absolute-Return-Aktienfonds sowie einen Aktienfonds mit Long/Short-Strategie neu in die Portfolios integriert. Darüber hinaus wurden ein Global Macro-Fonds und ein opportunistisch verwalteter Staatsanleihefonds mit globaler Ausrichtung gekauft. Ferner haben wir bei unseren modernen Multi-Asset-Dachfonds in einen

sehr interessanten Goldminenwertefonds investiert, der sich im ersten Halbjahr 2016 mehr als verdoppelt hat. Dagegen haben wir unsere Position im Falcon Gold Equity-Fonds von John Hathaway – bisher unser einziger Gold-Fonds – abgebaut. Getrennt haben wir uns vom SKY Harbor U.S. Short Duration High Yield-Fonds sowie vom BlueBay Financial Capital Bond-Fonds.

WAS HALTEN SIE VON SOGENANNTEN LOW-VOLATILITY-FONDS? GIBT ES TATSÄCHLICH NIEDRIGERE VOLATILITÄT FÜR EINE STABILE RENDITE UND WIE STEHEN DIESE GEGENÜBER ABSOLUTE-RETURN-STRATEGIEN DA?

☉ Wir stehen solchen Produkten skeptisch gegenüber. Zur Erzielung eines vernünftigen Ertrags ist die Akzeptanz einer gewissen Volatilität erforderlich. Ein vernünftig strukturiertes Portfolio verschiedener erfolgversprechender Absolute-Return-Fonds sollte langfristig eine attraktive Ertrags/Risiko-Struktur aufweisen.

WAS HÖREN SIE MOMENTAN VON FONDSMANAGERN, DIE SIE TREFFEN? WIE SIND KUNDEN GESTIMMT?

☉ Viele Fondsmanager sind frustriert, da sie aktuell für ihre Research-Arbeit vom Markt nicht honoriert werden. Trotz fundierter Überlegungen und sinnvoller Portfoliostrukturierung haben die meisten Absolute-Return-Fonds im ersten Halbjahr 2016 schlechter abgeschlossen als ein klassisches Balanced-Portfolio. Insgesamt weist ein solches Portfolio, mit dem sich viele Anleger wohlfühlen, aber ein hohes Risiko auf. Eine Investition in Anleihen mit negativer Rendite führt allein schon mathematisch zu einem Verlust und die Entwicklung von Aktien ist sehr volatil und teilweise von der Liquidität der Notenbanken abhängig. Letztendlich sollte man Anlegern, welche am Ende Geld vermehren möchten, kein Portfolio empfehlen, welches überwiegend in klassische Mischfonds investiert. Kunden mit einem solchen Portfolio sind aktuell zufrieden, aber gefährdet. Kunden mit Absolute-Return-Produkten sind aktuell enttäuscht, besitzen aber langfristig das besser diversifizierte Portfolio. ■