

Fünf Jahre Absolute-Return-Strategien in Deutschland – eine Qualitätsanalyse

Der originäre Wunsch jeden Investors nach absoluten Erträgen ist nicht neu. Schon die erste große Spekulationsblase im Jahre 1937, die Tulpen-Manie in Holland, hat gezeigt: Anleger versuchen, möglichst hohe Erträge zu erwirtschaften, schätzen dabei aber das Risiko von Verlusten zuweilen gänzlich falsch ein. An der Börse spielte schon immer das Gegenspiel von Risiko und Rendite die entscheidende Rolle. Die ständigen Veränderungen an den Kapitalmärkten führen dazu, dass Parameter zur Erzielung von Erträgen nie konstant bleiben.

Wandel in der Gewichtung der Anlageziele

Gleichzeitig unterliegen Anlegerbedürfnisse permanenten Veränderungen. Die Gewichtung der klassischen Anlageziele Sicherheit, Rendite und Liquidität ändert sich je nach Marktphase teilweise deutlich. Phasen ausgeprägter Kursrückgänge und hoher Volatilität und deren zeitliche Häufung wie der Schwarze Montag im Jahre 1987, die Asien- und Russlandkrise Ende der neunziger Jahre, das Platzen der Technologieblase 2000 und zuletzt die Subprime-Krise haben das Bedürfnis institutioneller Investoren nach alternativen Investmentansätzen erhöht, um auch in schwierigen und volatilen Marktphasen absolute Erträge zu erzielen, die möglichst unkorreliert zu klassischen Investments in Aktien und Renten sind. Damit wächst auch das Marktpotenzial für alternative Investmentstrategien.

Die Baissephase seit 2000 und die starken Kursverluste nach den Ereignissen des 11. September 2001 gaben die Initialzündung für die Einführung von Absolute-Return-Produkten in Deutschland. Unterstützt wurden auch die verbesserten gesetzlichen Rahmenbedingungen, die seit 2004 erstmal den Einsatz von Derivaten in

Fondskonzepten erlaubten. Die ersten kamen Ende 2002 auf den Markt, sodass der Absolute-Return-Markt nun auf eine fünfjährige Geschichte zurückblicken kann – Zeit für eine erste Qualitätsanalyse für den deutschen Markt.

Keine einheitliche Definition

Eine klare Definition von Absolute Return fällt schwer. In der Investmentbranche existiert keine eindeutige und allgemein verbindliche Definition für Absolute-Return-Ansätze. So werden zum Beispiel im angelsächsischen Raum die Begriffe

Hedgefonds und Absolute Return synonym verwendet. Aus der Analyse der verschiedenen heterogenen Strategien lassen sich allerdings folgende Kriterien ableiten: Absolute Return sind Investmentstrategien, bei der Investoren über eine festgelegte Anlageperiode mit großer Wahrscheinlichkeit unabhängig von Marktphasen und benchmarkfrei eine vordefinierte Rendite (die mindestens über Geldmarkt liegt) erreichen oder übertreffen sollen und dabei Verluste vermieden werden. Zusätzlich sollte im Mittel über eine Vielzahl von Anlageperioden ein attraktives Risiko- und Ertragspotenzial generiert werden.

Unter dem Begriff Absolute Return lassen sich die verschiedensten Strategien subsumieren, die ein asymmetrisches Risikoprofil besitzen. Damit einher geht meist eine Begrenzung des Risikos nach unten (Downside Protection), aber gleichzeitig auch eine Kappung des möglichen Ertrages nach oben. Durch die Vielzahl von unterschiedlichen Definitionen für Absolute Return fällt es schwer, einen gemeinsamen Qualitätsstandard zu generieren wie etwa bei benchmarkorientierten Strategien die Information Ratio. Am ehesten bietet sich hier die Sharpe Ratio an, welche als Standardmaß zum Vergleich von risikoadjustierten Renditen herangezogen wird.

Die Sharpe Ratio bringt die Überrendite eines Fonds gegenüber dem risikofreien Zinssatz in Zusammenhang mit der Volatilität, also der Schwankungsbreite in einem zu definierenden Zeitraum. Dabei stellen Strategien mit einem Sharpe Ratio über 0,5 ein sehr attraktives Rendite-Risikoprofil für Investoren dar.

Praktische Vorteile von Absolute Return

Der Mehrwert von Absolute-Return-Strategien liegt somit in folgenden Punkten:

Ralf Lochmüller, Managing Partner und Sprecher, Lupus alpha Asset Management GmbH, Frankfurt am Main

Nach rund fünf Jahren Absolute-Return-Strategien in Deutschland reicht aus Sicht des Autors allein der Marketing-Ansatz einer vergleichsweise neuen Produktkategorie für den künftigen Vertriebs Erfolg nicht mehr aus. Denn er registriert bei Öffentlichkeit und Investoren zunehmend einen genaueren Blick, inwieweit die Anbieter die versprochenen Renditen auch liefern. Und diese Qualitätskontrolle dürfte angesichts seines Drei-Jahres-Vergleichs der angebotenen Produkte nicht uneingeschränkt positiv ausfallen. Nicht zuletzt der vergleichsweise hohen Gebührenbelastung dieser Produktkategorie wegen erreichen demnach mehr als 50 Prozent der von ihm untersuchten Fondsangebote nicht die Rendite einer risikolosen Anlage im betrachteten Drei-Jahres-Zeitraum. Gleichwohl sieht er keinen Grund, Absolute-Return-Fonds grundsätzlich zu verteufeln, sondern prognostiziert ihnen durch das gewachsene Qualitätsbewusstsein der Nachfrager sowie ein stärkeres Zusammenwachsen mit dem Hedgefondsmarkt eine durchaus hoffnungsvolle Zukunft. (Red.)

Absolute-Return-Ansätze lassen eine spezielle Anpassung von Investments an konkrete Anlegerbedürfnisse zu. Zusätzlich wirken die Strategien risikoreduzierend und ertragsstabilisierend für ein Gesamtportfolio eines Investors. Die Attraktivität von Absolute-Return-Produkten liegt zudem in der angestrebten niedrigen Korrelation zu traditionellen Asset Klassen und bietet damit die Möglichkeit, nachhaltig absolute Erträge zu erwirtschaften.

Im großen Themenbereich des Asset Liability-Matchings bringen diese Investments spürbare Vorteile, vor allen Dingen bei periodischen Investments. Hier sind besonders die jährlichen Bilanzstichtage zu nennen, an denen zahlreiche institutionelle Investoren ihre Investments bewerten müssen. Dies aber hindert viele daran, in risikoreichere Equity Strategien zu investieren. Zusätzlich können institutionelle Investoren durch Einsatz von Absolute-Return-Strategien ihre Risikobudgets adjustieren, um damit Vorgaben des Risiko-Controllings zu erfüllen.

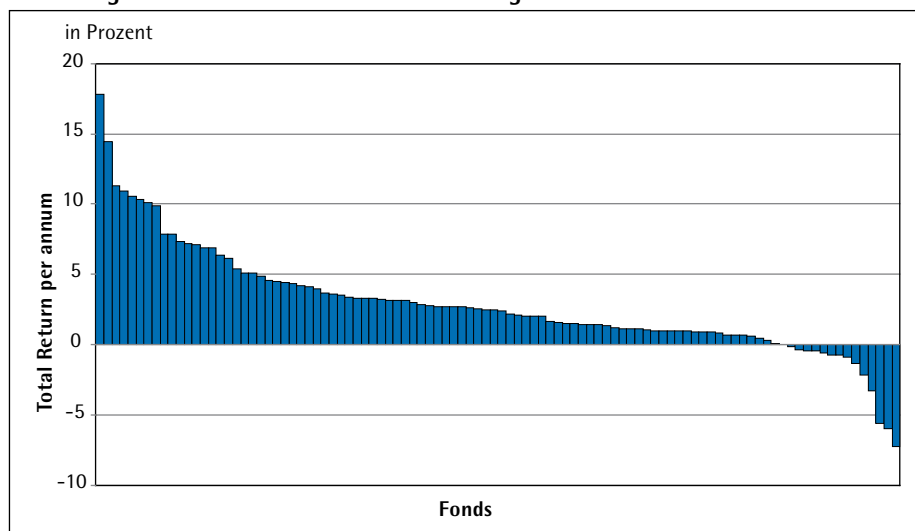
Trotz dieser Vorteile ist der Markt für Absolute Return, gerade im Bereich des Retailgeschäfts für diese Produkte, in letzter Zeit in der Presse in Kritik geraten. Überschriften wie „Absolute Traurig“ oder „Netzers Nieten“ zeigen, dass einige Produkte und Strategien nicht das gehalten haben, was sich Privatanleger von ihnen versprochen hatten. Nach fünf Jahren ist es an der Zeit, eine Zwischenbilanz für dieses wichtige Marktsegment in Deutschland zu ziehen und ein differenziertes Bild der Produktklasse zu geben. Zur Analyse wurde auf ein vordefiniertes Universum des Datenanbieters Lipper zurückgegriffen, um Kategorisierungsprobleme zu vermeiden und nachvollziehbare Ergebnisse zu erhalten.

Im Drei-Jahres-Test

Das gesamte analysierte Universum umfasst aktuell 301 in Deutschland zum Vertrieb zugelassene Fonds. Fünf Jahre zuvor waren es noch 57 Fonds. In den letzten fünf Jahren wuchs der Markt mit durchschnittlichen Wachstumsraten von 37 Prozent pro Jahr. Damit hat sich die Fondszahl in den vergangenen Jahren mehr als vervielfacht. Das aktuelle Volumen liegt bei mehr als 33 Milliarden Euro.

Lupus Alpha hat zur Performance- und Qualitätsauswertung des deutschen Abso-

Abbildung 1: Total Return im Drei-Jahres-Vergleich



lute-Return-Marktes 100 Fonds herangezogen. Die analysierten Fonds sind in Deutschland zum Vertrieb zugelassen und besitzen einen Track Record von mindestens drei Jahren, um Aussagen über die nachhaltige Performance und Qualität der Strategien treffen zu können. Dabei wurden nur in Euro gehandelte Fonds betrachtet, um Performance beeinflussende Währungseffekte auszuschließen.

Klare Zweiteilung des Marktes

Bei Betrachtung der Drei-Jahres-Renditen per annum erzielen die in Deutschland zugelassenen Absolute-Return-Fonds eine durchschnittliche Rendite von 2,89 Prozent. Über 86 Prozent der Strategien erzielen dabei positive Renditen. Damit scheint das erste Kriterium, die absolute Rendite, als Bewertungsmaßstab erfüllt. Die Renditeverteilung reicht hierbei von 17,9 Prozent bis -20,2 Prozent pro Jahr, zeigt also eine deutliche Dispersion der erzielten Returns (Abbildung 1).

Weiterhin ist es wichtig zu beachten, dass der risikolose Zins (zum Beispiel Libor in Euro), der als Benchmark für die meisten Strategien herangezogen wird, im gleichen Zeitraum eine durchschnittliche Verzinsung von 3,4 Prozent per annum bot. Es ist somit von Vorteil, eine risikoadjustierte Betrachtung in die Analyse mit einzubeziehen. Branchenüblich wird die annualisierte Sharpe Ratio betrachtet. In dieser Kategorie erreichen 43 Prozent der Fonds ein positives Ergebnis, 21 Prozent erzielen sogar eine Sharpe Ratio von mehr als 0,5. Die

Spanne der Werte ist sehr weit, sie reicht von Spitzenwerten von 1,15 bis zu enttäuschenden -3,02 (Abbildung 2).

Die Ergebnisse zeigen eine klare Zweiteilung des Marktes. Während auf der einen Seite die Hälfte der Fonds die von ihnen erwarteten Renditen erzielen, bleiben die anderen klar hinter ihren Ansprüchen zurück.

Auch die von vielen institutionellen Investoren beachtete Sortino Ratio steht im Einklang mit dieser Schlussfolgerung. Die Sortino Ratio ist eine Modifikation der Sharpe Ratio. Berücksichtigt wird dabei die Volatilität, wenn die Performance des Fonds unter dem risikolosen Zins liegt, die sogenannte Downside Deviation. Denn genau in diesen Marktphasen wünschen sich Absolute-Return-Investoren niedrige Volatilitäten und eine stabile Rendite. Die annualisierten Sortino Ratios bewegen sich im betrachteten Zeitraum in einer Range von 1,23 bis -2,08. Im Mittel erreichen die Fonds ein negatives Sortino Ratio von -0,17. In dieser Kategorie können 43 Prozent der Fonds eine positive Kennzahl aufweisen.

Ein Problem: hohe Kostenbelastung

Der Großteil der Fonds erzielt zwar absolut positive Renditen, aber mehr als 50 Prozent erreichen nicht die Rendite einer risikolosen Anlage im betrachteten Drei-Jahres-Zeitraum. Ein wichtiger Grund für diese nicht-zufriedenstellende Performance könnte die hohe Gebührenbelas-

tung der Fonds sein. Durchschnittlich liegt die Total Expense Ratio (Gesamtkostenquote) der Fonds bei 1,48 Prozent pro Jahr. Dies zeigt, dass die hohe Kostenbelastung einer der Haupttreiber für die nicht-zufriedenstellende Netto Rendite bei einem Teil der Absolute-Return-Produkte ist.

Allerdings muss man genau hinsehen, um die guten Fonds zu finden und darf die Gesamtkosten nicht aus dem Auge verlieren. Ähnlich stellt sich die Situation bei einem Blick auf den traditionellen Long-Only-Markt für Aktienfonds in Deutschland dar. Auch hier erreichen nur 20 Prozent der Strategien ihr Ziel, eine vorher definierte Benchmark zu schlagen, 80 Prozent erzielen nach Kosten eine Rendite niedriger als diese. Exzellente Produkte in beiden Welten sind rar, und es gibt diese nicht wie Sand am Meer, weder im Long-Only noch im Absolute-Return-Bereich.

Die Zukunft von Absolute Return

Auch künftig sollte das Segment Absolute Return weiterhin wachsen, da Investoren verstärkt asymmetrische Renditeprofile nachfragen werden, die diversifizierend zu Aktien- und Renteninvestments wirken. Zu erwarten ist allerdings, dass Produkte, die keine positive Performance erzielen, vom Markt verschwinden werden und es zu einem Qualitätswettbewerb kommen wird.

Schon heute spielen einige Ratingagenturen mit dem Gedanken, Fonds mit negativer absoluter Rendite, die bisher in Absolute-Return-Kategorien eingestuft wurden,

aus diesen Kategorien zu streichen. Insgesamt dürfte dies zu einer Bereinigung des Marktes führen, und somit werden die Qualität und die Qualitätsstandards von Produkten eine immer größere Rolle spielen. Der Prozess wird auch vor großen Namen nicht haltmachen. Größere Abflüsse bei Absolute-Return-Fonds waren in jüngster Vergangenheit keine Seltenheit als Folge von deutlich negativen Renditen.

Zusammenwachsen mit Hedgefonds

Ein weiterer wichtiger Faktor für die künftige Entwicklung sind die verbesserten gesetzlichen Rahmenbedingungen, die die Anlagemöglichkeiten von Fonds deutlich erweitern. Bekannt unter dem Namen UCITS III werden die Anlagemöglichkeiten von Fonds stark verbessern, beispielsweise beim Einsatz derivativer Finanzinstrumente. Statt zur Absicherung von Marktrisiken dürfen diese nun auch ausdrücklich zu Anlagezwecken eingesetzt werden, wie sie bisher nur Hedgefonds nutzen konnten. Daneben sind nun auch Instrumente wie Private Equity, unverbriefte Kredite, Commodities und Single Hedgefonds sowie ein Leverage bis 200 Prozent möglich.

Es können damit nun spezielle Strategien in Absolute-Return-Fonds umgesetzt werden, die vorher lediglich klassischen Hedgefonds vorbehalten waren. Zu erwarten ist, dass ein Zusammenwachsen von traditionellen, Absolute-Return- und Hedgefonds stattfinden wird. Somit werden viele neue Spieler in den Markt eintreten, was zu zusätzlichem Konkurrenz- und Kosten-

druck am Markt führen wird. Investoren werden nicht mehr auf die Verpackung eines Produktes schauen, sondern das wirklich erzielte Rendite-Risikoprofil wird entscheidend.

Dies ist vor allen Dingen eine große Chance für kleinere Anbieter, die sich in bestimmten Feldern des Absolute-Return-Universums spezialisiert haben. Sie können durch hohe Flexibilität, Innovationsbereitschaft und sehr gute Produktqualität überzeugen und somit mehr als nur eine Alternative für institutionelle Investoren werden. Lupus Alpha, als Spezialist im europäischen Small- und Mid-Cap-Markt gestartet, ist seit 2003 als einer der Pioniere im Absolute-Return-Segment vertreten mit einer ständig wachsenden Palette spezialisierter Investmentstrategien. Inzwischen machen diese Strategien mehr als 50 Prozent der gesamten Assets unter Management aus. Beispielsweise kam in jüngster Zeit ein innovatives Rentenkonzept hinzu, das mit Long/Short-Positionierungen im Bund-Future und damit einhergehenden aktivem Durationsmanagement Mehrerträge generieren kann, ebenso wie eine Strategie, die auf Volatilität als Assetklasse setzt.

Versprochene Renditen liefern

Die kritische Berichterstattung in den Medien über Absolute-Return-Konzepte zeigt eines deutlich: Nach fünf Jahren Absolute Return in Deutschland lohnt es sich nicht mehr, nur ein wohlklingendes Marketing-Konzept zu besitzen, sondern die Anbieter müssen die von ihnen angepriesenen Renditen auch liefern. Investoren möchten die Erträge erwirtschaften, die ihnen versprochen werden, in Verbindung mit den im Voraus definierten Risikoprofilen. Die Qualitätsunterschiede am Markt werden für Investoren sichtbar. Dies ist positiv für Investoren und Anbieter zugleich, da das Aufzeigen von diesen Ineffizienzen zu Qualitätsverbesserungen und Marktberreinigung führen wird.

Der Absolute-Return-Markt in Deutschland sollte somit in Zukunft sogar noch an Attraktivität gewinnen. Institutionelle Investoren sollten darauf achten, dass sie Strategien und Produkte von Unternehmen wählen, die ihre Qualität und Expertise im Absolute-Return-Sektor bereits bewiesen haben und die eine hohe Innovationsbereitschaft besitzen.

Abbildung 2: Sharpe Ratio im Drei-Jahres-Vergleich

