

## KONJUNKTUR UND STRATEGIE

### Selektion von Total-Return-Fonds: Der Star ist die Mannschaft!

Wer sich als konservativer Investor mit der Zukunft seines Portfolios beschäftigt, wird die Aussicht auf die zu erwartende Rendite vermutlich nicht als vergnügungssteuerpflichtig empfinden. Als Investor von deutschen Bundesanleihen muss man fast schon Restlaufzeiten von 20 Jahren anpeilen, wenn man nach Steuern und Kosten den Hauch einer positiven Performance erwirtschaften will. Nur ein wenig besser sieht es aus, wenn man französische oder italienische Staatsanleihen kauft. Europäische Unternehmensanleihen mit einem BBB-Rating versprechen zwar gegenüber Bundesanleihen auf dem Papier noch ein kleines Renditeplus, jedoch ist die Liquidität vieler Anleihen eingeschränkt, und im Krisenfall verhalten sich viele dieser Anleihen eher wie Aktien und nicht wie Staatsanleihen. Etwas auskömmlicher werden die Renditen, wenn High-Yield-Anleihen ins Spiel kommen, jedoch sind High-Yield-Anleihen für konservative Investoren allenfalls als Beimischung geeignet, niemals aber als Hauptbestandteil eines Portfolios. Wie man es dreht und wendet: Für konservative Portfolios wird es schwierig, in der näheren Zukunft nach Kosten eine Wertentwicklung von im Durchschnitt mehr als drei Prozent pro Jahr zu erwirtschaften.

Vor diesem Hintergrund rücken Total-Return-Fonds in den Fokus. Das durchaus verlockende Leistungsversprechen dieser Art von Fonds besteht darin, bei einer weitgehenden Unabhängigkeit von der breiten Marktentwicklung einen stetigen Ertrag zu erzielen. Dies gelingt durch die Kombination verschiedener Strategien, die sich teilweise erheblich von „klassischen“ konservativen Portfoliostrukturen unterscheiden. Beispielsweise basieren solche Fonds nicht selten auf marktneutralen Ansätzen, in denen durch eine geeignete Portfoliokonstruktion allgemeine Marktbewegungen mehr oder weniger eliminiert werden. Eine andere Möglichkeit besteht darin, durch die Wahl geeigneter Finanzinstrumente nicht nur von steigenden, sondern auch von fallenden Kursen zu profitieren.

Damit erinnern solche Fonds ein wenig an die in der Finanzkrise in Verruf gekommenen Hedge-Fonds, wobei dieser Vergleich ein wenig hinkt und auch unfair ist. Denn während Hedge-Fonds alter Prägung mit allen Vor- und Nachteilen weitgehend ohne Regulierung und Restriktionen agieren (konnten), unterliegen die heute üblichen und marktgängigen Total-Return-Fonds der OGAW- bzw. UCITS-Regulierung. Diese EU-Vorschriften definieren sämtliche regulatorischen Anforderungen an Fonds und ihre Verwaltungsgesellschaften. Auf diese Weise sollen einheitliche Standards beim Anlegerschutz gewährleistet werden, so dass beispielsweise ein Betrugsfall wie bei den Madoff-Fonds nicht mehr vorstellbar wäre. Und in der Tat hat sich diese Form der Regulierung bewährt – uns ist jedenfalls kein Fall bekannt, bei dem in UCITS-regulierten Fonds Anleger mit krimineller Energie geschädigt worden wären. Doch bedeutet dies auch, dass diese Fonds ihr eigentliches Ziel erreichen, bei geringer Volatilität eine hinreichend

attraktive und zu anderen Märkten unkorrelierte Rendite erwirtschaften zu können?

Diese Frage ist nicht leicht zu beantworten, denn zunächst muss erst einmal festgestellt werden, welche Fonds überhaupt dieser Gruppe zugeordnet werden können. Wir haben für die folgende Untersuchung daher nur Fonds verwendet, die von Morningstar dem Segment „market neutral“, „multistrategy“ oder „UCITS hedge“ zugeordnet werden. In der Summe setzen sich diese Kategorien aus über 500 Fonds zusammen, wobei deutlich weniger Fonds eine durchgehend längere Historie aufweisen. Hätte man aus allen Fonds, die schon im Jahr 2011 existierten und von Morningstar entsprechend eingeordnet wurden, ein gleichgewichtetes Total-Return-Fonds-Portfolio abgeleitet, wäre die Wertentwicklung in den letzten fünf Jahren auf den ersten Blick nicht schlecht gewesen. Die p.a.-Wertentwicklung dieses Portfolios betrug ungefähr 5%; bereits mit einem gemischten Portfolio aus 30% europäischen Aktien (STOXX 600 Total Return) und 70% Bundesanleihen (Restlaufzeit 5 Jahre) konnte aber eine leicht bessere Wertentwicklung erzielt werden.

Immerhin lag die Volatilität des Portfolios aller Total-Return-Fonds leicht unter der Wertentwicklung des „klassischen“ gemischten Portfolios, und auch der maximale Draw-Down ist im gleichgewichteten Total-Return-Portfolio geringer ausgefallen. Auf der anderen Seite weisen beide Portfolios fast identische Sharpe-Ratios auf und haben damit eine vergleichbare risikoadjustierte Rendite. Wenn man nun bedenkt, dass man im einen Fall das Portfolio ohne größere Umstände mit zwei ETFs hätte darstellen können, im anderen Fall aber nur mit erheblichem Aufwand sowie Zugriff auf entsprechende Datenbanken, so erscheint die Leistung dieser Fonds zumindest auf den ersten Blick wenig überzeugend.

Wir wollten uns mit dieser eher niederschmetternden Erkenntnis allerdings noch nicht zufrieden geben. Schließlich zeichnet sich ein guter Asset Manager durch Selektionsfähigkeiten aus, und es sollte möglich sein, auch bei Total-Return-Fonds die Spreu vom Weizen zu trennen. Trivial ist diese Aufgabe jedoch nicht, denn gerade Fonds aus dem Total-Return-Bereich gleichen oft einer Black Box und sind für Außenstehende nur schwer und nur mit großem Aufwand zu analysieren.

Aus diesem Grund muss einer qualitativen Auswahl zwingend eine quantitative Vorauswahl vorgeschaltet sein, um bei der hohen und weiter wachsenden Anzahl an prinzipiell investierbaren Fonds überhaupt einen sinnvollen ersten Überblick zu erhalten. Auf der anderen Seite macht eine qualitative Vorauswahl überhaupt nur dann Sinn, wenn gezeigt werden kann, dass auch schon die quantitative Vorauswahl für sich genommen einen Mehrwert gegenüber einer zufälligen Auswahl von Fonds oder aber einer Gleichgewichtung von Fonds liefert.

Der erste Schritt in einer quantitativen Vorauswahl besteht oftmals darin, für Fonds ihre Sharpe-Ratio zu bestimmen und dann die Fonds zu kaufen, die in der jüngsten Vergan-

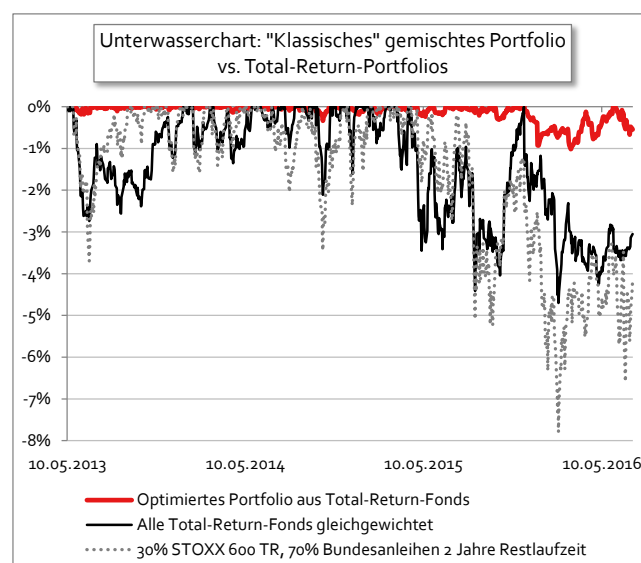
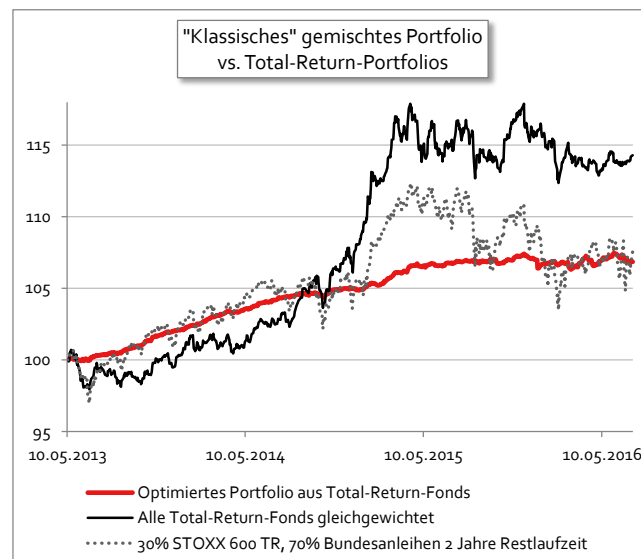
genheit eine besonders gute risikoadjustierte Rendite aufwiesen. Leider zeigt sich schnell, dass diese „triviale“ Methode der Vorselektion in diesem Fall keinen ernsthaften Vorteil liefert. Aus diesem Grund mussten wir tiefer in die Materie einsteigen, um den Fonds-Zeitreihen mit vergleichsweise aufwendigen statistischen Verfahren ihre Geheimnisse zu entlocken und ggf. unentdeckte „Perlen“ zu heben.<sup>1</sup>

Unsere erste Überlegung ging dahin, besser verstehen zu wollen, welche „Basisallokation“ Fonds aufweisen, um dann darauf aufbauend bestimmen zu können, welche Überrendite sie gegenüber dieser „Basisallokation“ erzielen. Dazu haben wir für alle Fonds und rollierende Zeiträume versucht, die Wertentwicklung der jeweiligen Fonds durch eine wie auch immer geartete Mischung verschiedener Märkte zu replizieren und dann zu prüfen, ob die tatsächliche Wertentwicklung systematisch über dieser synthetischen Wertentwicklung lag. Unsere Vermutung (und Hoffnung) war, auf diese Weise das „Alpha“ des Fonds isolieren zu können, um dann die Fonds mit einem besonders hohen Alpha zu selektieren. Leider führte diese Vorgehensweise nicht zu dem erwünschten Erfolg: Fonds, die über einen bestimmten Zeitraum ein sehr positive Selektionsrendite (Alpha) aufweisen, tun dies nicht unbedingt im darauffolgenden Zeitraum. Eine kritische Interpretation wäre die, dass die Fonds gar keinen systematischen Mehrwert generieren; eine (für die Fonds) wohlwollendere Interpretation läuft darauf hinaus, dass unsere Methoden nicht ausgefeilt genug sind, um dieses Alpha zu entdecken.

Wir wollten uns jedoch noch nicht geschlagen geben und entwickelten daher ein weiteres Verfahren, mit dem es prinzipiell möglich sein sollte, gegenüber der strategischen Allokation eines Fonds den Mehrwert seiner taktischen Allokation und Selektion am jeweils aktuellen Rand zu bestimmen. Im Gegensatz zu einer Durchschnittsbetrachtung über einen längeren Zeitraum ging es hier darum zu überprüfen, ob ein Fonds in seiner jüngsten Historie eine auffallend positive Wertentwicklung aufweist, die sich dann über einen gewissen Zeitraum nach dem Kauf des Fonds in „Echtzeit“ fortsetzt. Aber auch hier waren die Ergebnisse vergleichsweise niederschmetternd. Jedenfalls führt eine solche Selektionsmethode nicht zu einem Portfolio, das gegenüber einem zufällig gewählten Portfolio signifikant bessere Eigenschaften aufweist.

Offensichtlich lassen sich Total-Return-Fonds ihre Geheimnisse nur schwer entlocken, soweit es überhaupt Geheimnisse gibt. Könnte es vielleicht sein, dass diese Fonds in der Summe nur das Ergebnis zufälliger Entscheidungen sind, die im Durchschnitt keinen nachhaltigen Mehrwert generieren? Wir tun uns schwer mit dieser Schlussfolgerung; aus diesem Grund haben wir einen letzten Versuch unternommen, diese Art von Fonds quantitativ zu selektieren. Unser letzter Versuch bestand darin, nicht einzelne Fonds aufgrund ihrer Eigenschaften zu selektieren und

dann auf Portfolioebene zu vereinen, sondern schon in der Optimierung simultan zu berücksichtigen, wie sich diese Fonds im Portfoliokontext auswirken. Unsere Zielfunktion besteht dementsprechend darin, Fonds so zu gewichten, dass sie in ihrer Gesamtheit auf Portfolioebene die Sharpe-Ratio während der Optimierungsperiode (500 Handelstage) maximieren. Wie sich zeigt, hätte eine derartige Auswahl von Total-Return-Fonds auch in „Echtzeit“ sehr attraktive Eigenschaften aufgewiesen.



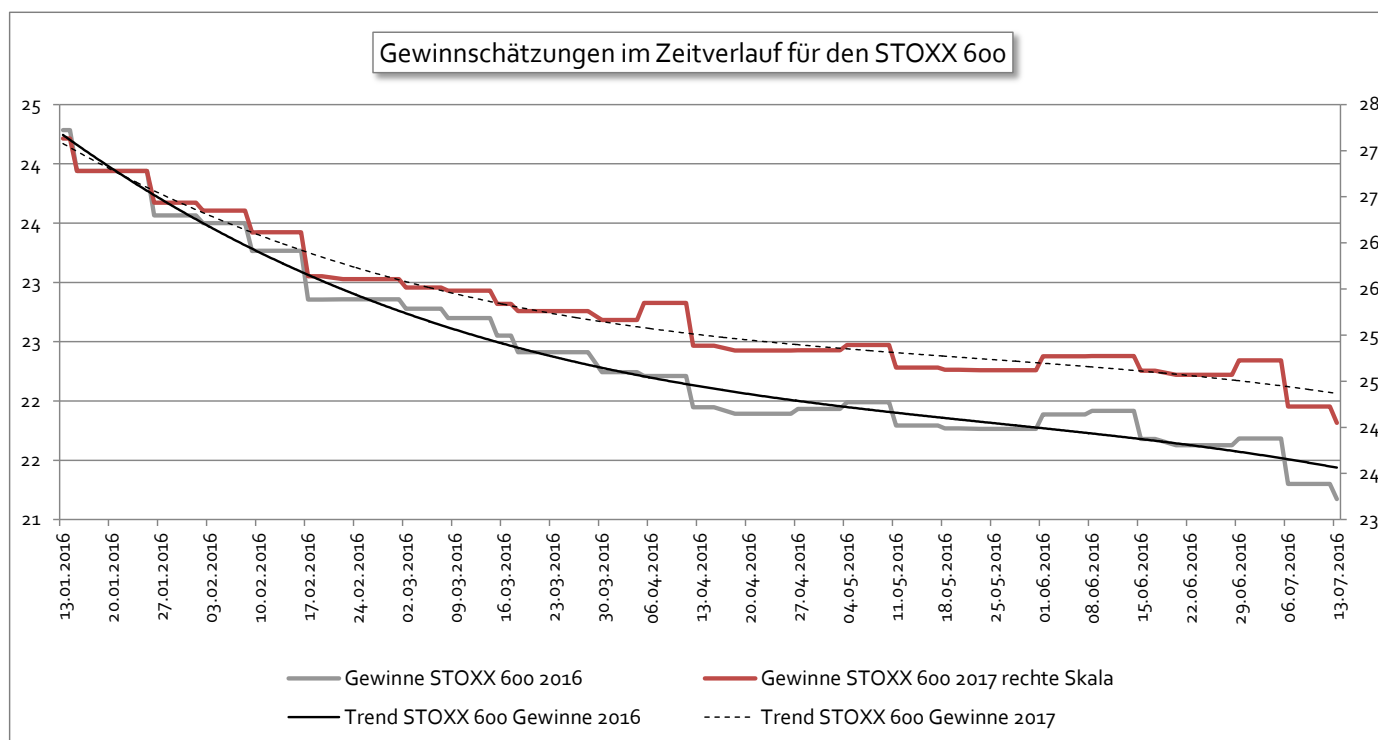
Die Wertentwicklung entspricht in etwa einem gemischten konservativen Portfolio aus 30% Aktien und 70% Bundesanleihen, jedoch bei dramatisch geringerer Volatilität. Auch gegenüber einer Gleichgewichtung aller Total-Return-Fonds wäre diese Lösung hinsichtlich der damit einhergehenden Risiken attraktiver gewesen, so dass hier nun tatsächlich der gewünschte Total-Return-Effekt zum Tragen kommt. Es kommt eben doch darauf an, welche Fonds selektiert werden – es eignet sich nur nicht jede Methode, um diese Fonds zu finden. Offensichtlich handelt es sich um Fonds, die erst im Zusammenspiel mit anderen Fonds ihre Stärken ausspielen. Es ist ein wenig wie im Fußball: Die Kunst besteht auch hier darin, aus guten Einzelkämpfern eine sehr gute Mannschaft zusammenzustellen!

<sup>1</sup> An dieser Stelle möchten wir vor allem Frau Bente Lorenzen danken, die in einem umfangreichen Projekt eine Vielzahl ökonomischer Verfahren entwickelt und angewandt hat, um daraus eine leistungsfähige quantitative Vorselektion von Total-Return-Fonds abzuleiten.

### Wochenausblick für die Zeit vom 18. bis 22. Juli 2016

|                                      | Feb   | Mrz   | Apr   | Mai   | Jun   | Jul  | Veröffentlichung |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------------------|
| D: ZEW Konjunkturerwartungen         | 1,0   | 4,3   | 11,2  | 6,4   | 19,2  | 7,0  | 19. Juli         |
| D: ZEW Lageeinschätzung              | 52,3  | 50,7  | 47,7  | 53,1  | 54,5  | 51,3 | 19. Juli         |
| D: Produzentenpreise, m/m            | -0,5% | 0,0%  | 0,1%  | 0,4%  | 0,2%  |      | 20. Juli         |
| D: Produzentenpreise, y/y            | -3,0% | -3,1% | -3,1% | -2,7% | -2,4% |      | 20. Juli         |
| D: Einkaufsmanagerindex ver. Gew.    | 50,5  | 50,7  | 51,8  | 52,1  | 54,5  | 52,5 | 22. Juli         |
| D: Einkaufsmanagerindex Dienstl.     | 55,3  | 55,1  | 54,5  | 55,2  | 53,7  | 52,0 | 22. Juli         |
| E-19: Konsumentenvertrauen           | -8,8  | -9,7  | -9,3  | -7    | -7,3  | -9,0 | 20. Juli         |
| E-19: Einkaufsmanagerindex ver. Gew. | 51,2  | 51,6  | 51,7  | 51,5  | 52,8  | 51,1 | 22. Juli         |
| E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl.  | 53,3  | 53,1  | 53,1  | 53,3  | 52,8  | 51,0 | 22. Juli         |

### Chart der Woche: Der Brexit hinterlässt Spuren in den Gewinnschätzungen



An den Kapitalmärkten hat der Brexit zumindest auf Ebene der Indizes bisher keine dramatischen Spuren hinterlassen. Der DAX liegt nur noch knapp 2% unter dem Stand vom Tag des Referendums, und auch der STOXX 600 hat sich vergleichsweise gut erholt und notiert ebenfalls nur noch etwa 2% unter den Schlusskursen vom 23. Juni 2016. Auch innerhalb der Indizes hat sich ein Teil der Verwerfungen abgebaut. Während beispielsweise einige börsennotierte Bauunternehmen in Großbritannien in der Spitze 50% verloren, hat sich der Verlust bei diesen Unternehmen auf etwa 30% reduziert. Doch ist damit wieder „business as usual“ angesagt? Leider ist das vermutlich noch nicht der Fall. Ein erster Hinweis darauf, dass diese eher skeptische Sichtweise berechtigt sein könnte, ist die Entwicklung der Gewinnschätzungen für Unternehmen im breiten STOXX 600. Hier zeichnete sich im Zeitraum von

April 2016 bis zum Brexit eine Stabilisierung der Gewinnschätzungen ab; leider sind die Gewinnschätzungen der Analysten im Konsens kurz nach dem Brexit recht deutlich nach unten revidiert worden. Insgesamt sind die Gewinnschätzungen für das Jahr 2016 nun schon seit Anfang des Jahres um 14% gefallen. Setzt sich dieser Trend in der kommenden Berichtssaison fort, würde der europäische Aktienmarkt auch bei konstanten Kursen beginnen, eher teuer bewertet zu sein. Auf der anderen Seite ist die Differenz zwischen der Rendite von Staatsanleihen und der Dividendenrendite derart hoch, dass Investoren fast schon aus „Verzweiflung“ Aktien kaufen könnten. Ob dies aber ein solides Fundament für einen lang anhaltenden Aufschwung am Aktienmarkt ist, bleibt dahingestellt.

|                                | Stand               | Veränderung zum        |                        |                         |                   |
|--------------------------------|---------------------|------------------------|------------------------|-------------------------|-------------------|
|                                | 14.07.2016<br>17:18 | 07.07.2016<br>-1 Woche | 13.06.2016<br>-1 Monat | 13.04.2016<br>-3 Monate | 31.12.2015<br>YTD |
| <b>Aktienmärkte</b>            |                     |                        |                        |                         |                   |
| Dow Jones                      | 18513               | 3,4%                   | 4,4%                   | 3,4%                    | 6,2%              |
| S&P 500                        | 2166                | 3,2%                   | 4,2%                   | 4,0%                    | 6,0%              |
| Nasdaq                         | 5006                | 2,6%                   | 3,2%                   | 1,2%                    | 0,0%              |
| DAX                            | 10073               | 6,9%                   | 4,3%                   | 0,5%                    | -6,2%             |
| MDAX                           | 20577               | 6,0%                   | 3,9%                   | 0,2%                    | -1,0%             |
| TecDAX                         | 1633                | 3,2%                   | 1,3%                   | -2,0%                   | -10,8%            |
| EuroStoxx 50                   | 2967                | 6,7%                   | 4,0%                   | -2,4%                   | -9,2%             |
| Stoxx 50                       | 2872                | 4,0%                   | 5,1%                   | 0,6%                    | -7,4%             |
| SMI (Swiss Market Index)       | 8177                | 2,7%                   | 5,1%                   | 3,1%                    | -7,3%             |
| FTSE 100                       | 6669                | 2,1%                   | 10,3%                  | 4,8%                    | 6,8%              |
| Nikkei 225                     | 16386               | 7,3%                   | 2,3%                   | 0,0%                    | -13,9%            |
| Brasilien BOVESPA              | 55328               | 6,4%                   | 11,4%                  | 4,1%                    | 27,6%             |
| Russland RTS                   | 974                 | 5,5%                   | 5,4%                   | 5,6%                    | 28,7%             |
| Indien BSE 30                  | 27942               | 2,7%                   | 5,9%                   | 9,0%                    | 7,0%              |
| China Shanghai Composite       | 3054                | 1,2%                   | 7,8%                   | -0,4%                   | -13,7%            |
| MSCI Welt (in €)               | 1694                | 2,8%                   | 4,5%                   | 3,5%                    | -0,1%             |
| MSCI Emerging Markets (in €)   | 856                 | 3,3%                   | 7,3%                   | 3,2%                    | 5,7%              |
| <b>Zinsen und Rentenmärkte</b> |                     |                        |                        |                         |                   |
| Bund-Future                    | 166,76              | -81                    | 206                    | 302                     | 884               |
| Bobl-Future                    | 133,69              | -17                    | 97                     | 232                     | 302               |
| Schatz-Future                  | 112,08              | -5                     | 23                     | 22                      | 56                |
| 3 Monats Euribor               | -0,30               | 0                      | -3                     | -5                      | -16               |
| 3M Euribor Future, Dez 2016    | -0,36               | 1                      | -8                     | -5                      | 0                 |
| 3 Monats \$ Libor              | 0,68                | 2                      | 3                      | 5                       | 7                 |
| Fed Funds Future, Dez 2016     | 0,44                | 5                      | -5                     | -8                      | 0                 |
| 10-jährige US Treasuries       | 1,52                | 14                     | -9                     | -24                     | -75               |
| 10-jährige Bunds               | -0,11               | 6                      | -14                    | -24                     | -74               |
| 10-jährige Staatsanl. Japan    | -0,26               | 2                      | -9                     | -18                     | -51               |
| 10-jährige Staatsanl. Schweiz  | -0,56               | 2                      | -9                     | -15                     | -49               |
| US Treas 10Y Performance       | 611,79              | -0,7%                  | 1,3%                   | 2,8%                    | 8,4%              |
| Bund 10Y Performance           | 627,11              | -0,2%                  | 1,6%                   | 2,7%                    | 8,3%              |
| REX Performance Index          | 490,73              | -0,1%                  | 0,9%                   | 1,3%                    | 3,5%              |
| Hypothekenzinsen USA           | 3,41                | 0                      | -19                    | -18                     | -60               |
| IBOXX AA, €                    | 0,44                | -5                     | -23                    | -32                     | -85               |
| IBOXX BBB, €                   | 1,37                | -13                    | -26                    | -42                     | -90               |
| ML US High Yield               | 7,07                | -29                    | -49                    | -120                    | -182              |
| JPM EMBI+, Index               | 805                 | 0,7%                   | 4,8%                   | 6,5%                    | 14,2%             |
| Wandelanleihen Exane 25        | 6491                | -2,1%                  | -2,1%                  | -3,1%                   | -6,7%             |
| <b>Rohstoffmärkte</b>          |                     |                        |                        |                         |                   |
| CRB Index                      | 434,43              | 1,8%                   | 0,6%                   | 11,3%                   | 14,5%             |
| MG Base Metal Index            | 257,61              | 3,3%                   | 8,4%                   | 9,5%                    | 10,9%             |
| Rohöl Brent                    | 47,24               | -1,4%                  | -7,0%                  | 6,5%                    | 32,3%             |
| Gold                           | 1330,21             | -2,0%                  | 3,8%                   | 6,6%                    | 25,2%             |
| Silber                         | 20,34               | 3,4%                   | 16,8%                  | 25,2%                   | 46,9%             |
| Aluminium                      | 1659,00             | 1,8%                   | 3,5%                   | 7,2%                    | 10,6%             |
| Kupfer                         | 4918,25             | 5,2%                   | 8,3%                   | 1,4%                    | 4,5%              |
| Eisenerz                       | 59,00               | 6,3%                   | 13,5%                  | -4,5%                   | 34,7%             |
| Frachtraten Baltic Dry Index   | 726                 | 3,9%                   | 19,2%                  | 28,0%                   | 51,9%             |
| <b>Devisenmärkte</b>           |                     |                        |                        |                         |                   |
| EUR/ USD                       | 1,1106              | 0,2%                   | -1,4%                  | -1,7%                   | 2,0%              |
| EUR/ GBP                       | 0,8330              | -2,7%                  | 5,2%                   | 4,9%                    | 13,0%             |
| EUR/ JPY                       | 116,99              | 4,5%                   | -2,1%                  | -5,2%                   | -10,7%            |
| EUR/ CHF                       | 1,0893              | 0,7%                   | 0,0%                   | 0,1%                    | 0,5%              |
| USD/ CNY                       | 6,6801              | 0,0%                   | 1,4%                   | 3,2%                    | 2,9%              |
| USD/ JPY                       | 104,50              | 3,7%                   | -1,6%                  | -4,4%                   | -13,2%            |
| USD/ GBP                       | 1,3328              | 3,1%                   | -6,7%                  | -6,2%                   | -9,6%             |

Carsten Klude +49 40 3282-2572 cklude@mmwarburg.com  
 Dr. Christian Jasperneite +49 40 3282-2439 cjasperneite@mmwarburg.com  
 Martin Hasse +49 40 3282-2411 mhasse@mmwarburg.com  
 Dr. Rebekka Haller +49 40 3282-2452 rhaller@mmwarburg.com

Diese Ausarbeitung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Die in dieser Ausarbeitung enthaltenen Informationen erheben nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und sind daher unverbindlich. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Ausarbeitung und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Ausarbeitung stellt ferner keinen Rat oder Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Ausarbeitung dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich.