

Wer in den vergangenen acht Jahren einer allseits positiven Börsenentwicklung dem Rat-schlag vieler Anlageberater folgte, Termingelder und Sparanlagen in Aktien- oder Aktienfondsanlagen umzuschichten, konnte ordentliche Gewinne einstreichen. Selbst mit der einfachsten Anlagestrategie, 50 Prozent des Geldes in Aktien und 50 Prozent in Anleihen anzulegen, konnte man nichts falsch machen. Das funktionierte sogar über gut drei Jahrzehnte. Mit der Mischung aus Aktien und Anleihen gelang es – je nach Mischungsverhältnis – das Risiko eines Wertpapierdepots zu steuern. Gingen die Aktienmärkte in eine Korrektur, so konnte mit Anleihen Geld verdient werden. Tendenziell sinkende Zinsen bescherten den Anleihen dann Kursgewinne. Zogen sich Anleger aus den Aktienmärkten zurück, um temporär in Anleihen umzuschichten, so führte die erhöhte Nachfrage oft zu zusätzlichen Kursgewinnen. Während der Finanzkrise verlor beispielsweise der Dax in der Spitze knapp 55 Prozent an Wert. Deutsche Bundesanleihen – gemessen am Index Rex P – legten im gleichen Zeitraum in der Spitze um knapp 16 Prozent zu. Ein konservativer Anleger mit einem Depot, das zu 70 Prozent aus Anleihen und 30 Prozent aus Aktien bestand, verlor in der Spitze nur gut 5 Prozent seines Depotwertes.

Doch die Anleihenmärkte stehen vor einer Trendwende beziehungsweise haben diese, wie etwa in den Vereinigten Staaten, bereits vollzogen – wobei hier die Meinungen noch auseinandergehen. Auf der Invest-Messe in Stuttgart wurde in der vergangenen Woche in Vorträgen und Podiumsdiskussionen auch die Meinung eines noch über viele Jahre anhaltenden Zinstals vertreten. Dem Anleger drohen bei wieder steigenden Zinsen Kursverluste, denen kaum noch nennenswerte Zins-einnahmen gegenüberstehen. Doch selbst wenn man von gleichbleibend niedrigen Zinsen ausginge, müsste der oben erwähnte konservative Anleger im Fall einer Baisse wie der Finanzkrise einen in etwa dreimal so hohen Verlust in Kauf nehmen. Von einem konservativen Portfolio kann man deshalb aktuell bei einem Mix von 70 Prozent Anleihen und 30 Prozent Aktien nicht mehr sprechen. Doch wie kann man gegensteuern?

Eine Antwort besteht in den inzwischen stark verbreiteten und nachgefragten vermögensverwaltenden Multi-Asset- und Alternative-Fonds. Diese investieren nicht nur wie bei den klassischen Mischfonds in Aktien und Renten, sondern auch in Immobilien und andere Sachanlagen wie Infrastruktur, Energieprojekte sowie Private Equity (Beteiligungskapital).

Einen anderen Ansatz fährt Jürgen Dumschat, der auf der Basis der Bewertung ausgewählter Kennzahlen eine sogenannte „Mehrwertphasen-Strategie“ entwickelt hat. Der Kern der Überlegungen lautet: Jeder Fonds spielt in bestimmten Marktphasen seine Stärken aus und offenbart umgekehrt Schwächen in einem für seine Strategie schwierig zu bewältigendem Szenario. Dazu werden Fonds zu den unterschiedlichen Marktentwicklungen vorselektiert.

Anschließend wird untersucht, wie sich diese Fonds in unterschiedlichen Marktphasen (den Mehrwertphasen) verhalten. Bei der Vorauswahl wird vor allem Wert darauf gelegt, dass sich der konzeptionelle Ansatz anhand der täglichen Entwicklung eines Fonds nachvollziehen lässt. Hinsichtlich der Beurteilung der Leistungen

DIE VERMÖGENSFRAGE

Alternativen zum klassischen Mischfonds

Viele konservative Anleger finden über Mischfonds zur Anlage in Wertpapieren. Aber in Zeiten niedriger oder steigender Zinsen haben sie Schwächen. *Von Rainer Juretzek*

kommt nach den Worten Dumschats die „Calmar Ratio“ zum Einsatz. Das ist eine Kennzahl, welche die annualisierte Performance in Relation zum Maximalverlust setzt. In der Fachsprache wird meist der englische Begriff „Maximum Drawdown“ verwendet, der auch in der Risikobeurteilung speziell von Investmentfonds zunehmend Bedeutung hat. Anhand der Entwicklung der rollierenden „Calmar Ratio“ kann bereits ein erster Abgleich mit den Marktentwicklungen erfolgen. Rollierend

heißt, dass in der Phasenbetrachtung beispielsweise die Durchschnittswerte einer 12-Monats-Phase von Monat zu Monat weitergeschoben wird.

Ziel der Berechnungen ist es, Fonds so miteinander zu kombinieren, dass ihre Schwächen in bestimmten Marktphasen durch Fonds, die genau in diesen Phasen ihre Stärken ausspielen können, kompensiert werden. Dazu unterteilt Dumschat die Wertentwicklung der einzelnen Fonds in Verlust-, Aufhol- und Mehrwertpha-

sen. Eine Mehrwertphase ist so lange intakt, wie innerhalb von 90 Kalendertagen ein neues Allzeithoch erzielt werden kann. Ist dies nicht der Fall, beginnt nach dem letzten Allzeithoch eine Verlustphase, die dann erst wieder aufgeholt werden muss, ehe ein weiteres Mal Mehrwert für den Anleger geschaffen werden kann. Daraus wird abgeleitet, welche Kombinationen von Fonds sich gut ergänzen. Darüber hinaus wird auch die Korrelation der täglichen Anteilspreisentwicklungen untersucht. Die Korrelation misst, wie weit einzelne Fonds in den Marktphasen gleichlaufende oder eben gegenläufige Entwicklungen zeigen, wobei eben diese Gegenläufigkeit vom Fondsmanager angestrebt wird.

Gerade hier offenbart sich bei genauem Hinsehen der Wert alternativer Investmentkonzepte für das Anlegerportfolio. Dabei kommen die sogenannten „Liquid Alternatives“ zum Einsatz. Unter dem Begriff werden alternative Strategien zu Aktien und Anleihen zusammengefasst, die ihr Potential gerade in Abwärtsbewegungen von Märkten entfalten sollen. In Investmentfonds werden inzwischen häufig Derivate wie Optionen und Terminkontrak-

te zur Risikoabsicherung eingesetzt. Liquid Alternatives dagegen sollen Zusatzerträge generieren.

Diese Kombination von Fondsanlagen soll ihre Vorzüge in schwierigen Marktphasen ausspielen. Wenn die Märkte wie im vergangenen Jahr mehr oder weniger störungsfrei nach oben laufen, ist die Performance normaler Multi-Asset-Fonds dann diesen alternativen Lösungen meist deutlich überlegen. Anhand der Auswertungen für den von ihm gemanagten Fonds rechnet Dumschat für das Jahr 2017 vor, dass Alternative-Fonds rund 46 Prozent des Portfolios ausmachten, die jedoch nur für knapp 39 Prozent der täglichen positiven Anteilspreisveränderungen verantwortlich waren.

Auf den ersten Blick ist das keine gute Bilanz. An Tagen, an denen die Märkte sich jedoch eher schlecht gelaunt präsentierten, war das Bild ein völlig anderes. An Tagen, an denen sich nur maximal jeder sechste Fonds des Portfolios positiv im Vergleich zum Vortag zeigte, stieg der Anteil der Alternative-Fonds, die im Vergleich zum Vortag verlustfrei blieben oder zulegen konnten, auf knapp 75 Prozent. Damit sorgten die Alternative-Fonds auch in einem positiven Marktumfeld für eine geringere Volatilität und eine

Reduktion temporärer Verluste. Im ersten Quartal 2018 fiel die Bilanz zugunsten der Alternatives noch deutlich besser aus. Die Volatilität, die 2017 noch auf historisch niedrigem Niveau verharrte, ist zurückgekommen.

Mit der Mehrwertphasen-Strategie soll sich das Risiko (gemessen am maximalen temporären Verlustrisiko) gut steuern lassen. Täglich wird ermittelt, wie hoch der Verlust des Portfolios ausfallen würde, wenn alle allokierten Fonds ihren Maximalverlust zugleich markieren würden. Das setzt übrigens voraus, dass auch alle Fonds ihr letztes Allzeithoch zuvor zeitgleich erreicht hätten.

Diese Kennzahl nennt Dumschat den „Drawdown Risiko Indikator“ (kurz: DRI). Liegt der Indikator unterhalb der angestrebten Begrenzung künftiger Verluste des gesamten Portfolios, so sollte es selbst in Extremsituationen keinen Stress infolge einer Überreizung der Risikotragfähigkeit des Anlegers geben. Wegen der breiten Streuung bisheriger Verluste auf der Zeitachse verfügt das Portfolio in der Regel über einen erheblichen Risikopuffer, der zum Teil auch benötigt wird, um künftig höhere als die bisherigen Verluste unbeschadet zu überstehen. Ist die Zusammensetzung des Portfolios stimmig, so ist der Verlust des gesamten Portfolios aufgrund der Gegenläufigkeit der verschiedenen Anlageansätze, wie oben erläutert, deutlich geringer als die Summe seiner Teile.

Als praktisches Beispiel führt Dumschat den von ihm für die LORIAN Low Risk Asset Control GmbH gemanagten Fonds „Mehrwertphasen Balance UI“ an. Während der Dax in diesem Jahr bereits einen Rückschlag von mehr als 13 Prozent wegstecken musste, konnte der MBUI – so das Kürzel des Fonds – den Rückgang mit den aktuell 28 investierten Fonds auf gut 3 Prozent begrenzen. Ein Ausschnitt des Fondsportfolios findet sich in der Tabelle. Diese ist nach der Höhe der Verluste sortiert. Deutlich ist erkennbar, dass die Renditen mit der Höhe der Verluste gleichlaufen. Die Liquid Alternatives (LA) weisen dagegen ein weit aus geringeres maximales Verlustrisiko aus. Daraus ergibt sich dann der ausgleichende Effekt.

Fazit: Wie eingangs gezeigt, funktionieren die „Einfachstrategien“ bei gleichlaufenden Aktien- und Rentenmärkten nicht mehr wie gewünscht. Die Mehrwertphasen-Strategie ist eine nicht ohne weiteres für den Privatanleger verständliche Dachfondskonstruktion, orientiert sich aber an der Vermeidung hoher Verluste in einzelnen Marktphasen, was von der überwiegenden Zahl der Anleger gewünscht wird. Es kommt nicht darauf an, die nach Ratings oder „Hitlisten“ besten Fonds ins Portfolio zu packen, sondern darauf, Fonds miteinander zu kombinieren, die unter Risikoaspekten am besten zueinander passen. Die Strategie deckt sich mit den Untersuchungen anderer Fondsgesellschaften für nach anderen Kennzahlen kombinierte Fondsportfolios. Neben Volatilität und der Länge von Verlustphasen spielt der maximale Verlust („Maximum Drawdown“) auch hier eine wesentliche Rolle. Dabei konnte gezeigt werden, dass Investmentfonds, die in den guten Marktphasen im Wettbewerb hinterherhinken, in schwierigen Marktphasen stabilisierend auf das Gesamtportfolio einwirken.

Der Verfasser ist Geschäftsführer der Analytica Finanz Research in Bad Homburg.

Bestandteile des Dachfonds MBUI

| Multi Asset = MA Liquid Alt. = LA | Fondsname/ Fondsbezeichnung | Maximum Drawdown*) | p.a. Rendite*) | Calmar- Ratio*) |
|--------------------------------------|--|-----------------------|-------------------|--------------------|
| LA | Aktienarbitrage-Fonds | 2,17% | 3,88% | 1,79 |
| LA | Währungsoptions-Fonds | 2,33% | 2,80% | 1,2 |
| LA | Risikoprämien-Fonds | 3,33% | 4,56% | 1,37 |
| MA | 4Q-Special Income EUR I | 5,88% | 5,98% | 1,02 |
| LA | LOYS - Global L/S I | 6,50% | 7,04% | 1,08 |
| MA | DJE - Zins & Dividende I (EUR) | 9,64% | 6,72% | 0,7 |
| MA | Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen | 9,83% | 13,47% | 1,37 |
| MA | Value Opportunity | 10,94% | 11,56% | 1,06 |
| MA | SPSW - WHC Global Discovery | 12,09% | 12,19% | 1,01 |
| MA | APUS Capital ReValue | 17,54% | 18,25% | 1,04 |

*) seit Auflage bzw. seit Umstellung des Konzepts, Fonds sortiert nach Maximum Drawdown

Quelle: Analytiker Finanz