

# Eine Kategorisierung des Absolute-Return-Universums



Dr. Harald Eggerstedt ist Leiter Manager Selection, Raphael Schwartze ist Investment Manager bei Faros Consulting

Die Kapitalmärkte weisen historisch hohe Bewertungen auf. Dies gilt besonders für liquide Assets. Wer nicht oder nicht mehr zusätzlich in illiquide Assets ausweichen kann, sieht einer Phase niedriger Erträge und hoher Volatilität entgegen. Investmentkonzepte, die möglichst wenig von den liquiden Markt-Betas abhängen, können zur Stabilisierung der Kapitalanlage beitragen.

Absolute-Return-Mandate verstehen sich als aktive Strategien mit einem absoluten Rendite-Ziel, unabhängig vom Marktzyklus. Kennzeichnend ist ein Ertragsziel (Geldmarkt plus x Prozent per annum), das über mehrere Jahre im Schnitt erreicht werden soll, bei einem ebenfalls vorab definierten Risikobudget (maximale Schwankungsbreite per annum oder maximaler Verlust). Die Strategien können sowohl auf einzelne Asset-Klassen bezogen sein (unter Einsatz von Long-/Short-Techniken) als auch auf Multi-Asset-Konzepten beruhen.

Faros untersuchte in einigen Searches das gesamte Absolute-Return-Universum. Selbst nachdem wir uns auf Strategien mit Publikumsvehikel konzentrierten, warfen unsere Datenbanken noch rund 1.000 Produkte aus. Zum Vergleich: bei Asset-Klassen wie High Yield und Aktien Global haben wir es mit 200 bis 300 Strategien zu tun. Bei einem so großen Universum ist eine Vorstrukturierung sinnvoll. Die unterschiedlichen Strategien erfordern sehr unterschiedliche aktive Management-Fähigkeiten und zum Teil auch vertiefte Asset-Klassen-Expertise. Wir haben folgende Kategorisierung vorgenommen: Fixed Income (Credit) Strategien, Equity Long-Short, Multi Asset, Multi Strategy und Risikoprämien-Strategien.

In unserer Analyse berechnen wir Risiko- und Performancekennzahlen und vergeben normalisierte Scores, sodass wir die Produkte jeweils innerhalb der genannten Kategorien über ein Ranking bewerten konnten. Das Risikomanagement sollte aus unserer Sicht auf die Eindämmung häufiger negativer Ausschläge wie auch sehr hoher Bewertungsverluste ausgerichtet sein, da die Toleranz für negative zweistellige Ergebnisse bei Absolute-Return-Investoren erfahrungsgemäß gering ist. Darum galt unser besonderes Augenmerk Risikokennzahlen.

Unsere Ergebnisse zeigen, dass gute Manager nur wenig an absolutem Return aufgeben müssen, um die Abwärtsrisiken zu minimieren und damit die Ertragsentwicklung zu verstetigen. Allerdings stellen einschneidende Ereignisse mit vorübergehend verminderter Liquidität für Absolut-Return-Strategien eine Herausforderung dar. Führt man zum Beispiel einen maximalen Drawdown von minus 15 Prozent als hartes Kriterium ein und bezieht das Corona-Jahr 2020 ein, dann fallen Strategien mit zweitstelligen Zielrenditen von vornherein heraus.

Die auf Titelselektion innerhalb des Renten- oder Aktienmarktes setzenden Strategien haben wesentlich niedrigere Drawdowns und erreichen doppelt so hohe Sortino- und Calmar-Ratios wie die eher top-down getriebenen Multi-Asset-Strategien. Diese erreichen jedoch höhere absolute Renditen (in unserer Analyse fünf bis zehn Prozent gegenüber knapp drei Prozent per annum), bei allerdings schlechteren Sharpe Ratios. Mit dem von uns verwendeten Filter gelingt es, Strategien mit deutlich besserem Downside-Management zu identifizieren. Der

Vorsprung unserer Auswahl gegenüber dem Universum war bei Credit- und Equity-Long/Short besonders groß.

Ein Vergleich der Risiko- und Performance-Ziele mit den tatsächlichen Ergebnissen zeigt, dass Risikobudgets meist eingehalten, die Zieelerträge jedoch oft verfehlt werden (auch ohne Einbeziehung des Sonderjahres 2020). Gerade Strategien mit hohen Zielrenditen blieben in den vergangenen Jahren meist unter den Erwartungen. Insofern bewährt sich die gründliche Prüfung der Risiko-Charakteristika der Strategien und die Robustheit des Investmentprozesses.

Eine sinnvolle Bewertung der angebotenen Investmentansätze erfordert die Einordnung in Stil-Kategorien. Selbst innerhalb der Kategorie-Peergroup verbleibt eine breite Streuung der Ergebnisse. Dies gestaltet die Fondsselektion anspruchsvoll und verdeutlicht, wie wichtig ein tiefgehendes Verständnis der Funktionsweise der verschiedenen Ansätze ist. Von Black-Box-Ansätzen, bei denen die entscheidenden Performance-treiber nicht zu erkennen sind, ist klar abzuraten, da die Replizierbarkeit des Anlageerfolgs nicht zu belegen ist. Die Begrenzung der Abwärtsrisiken ist ein wichtiger Beleg für die Qualität des Risikomanagements, da starke Bewertungsverluste erst mit langen (meist mehrjährigen) Verzögerungen wieder aufgeholt werden können. Da auch leistungsstarke Absolute-Return-Strategien unterschiedlich auf Marktschocks reagieren, empfiehlt es sich, ein gleichgewichtetes Bündel an Absolute-Return-Strategien (beispielsweise vier bis fünf Fonds) zusammenzustellen und dabei die unterschiedlichen Stil-Kategorien zu berücksichtigen.