

Auf der Suche nach Resistenz

Weltweit wiesen Aktienindizes mitunter vernichtende Volatilitäten auf. Ähnliche Rahmenbedingungen können jederzeit wiederkehren. Zeit, aus der Vergangenheit Lehren für die Zukunft zu ziehen: Welchen Strategien droht abermaliges Versagen, welche könnten in einem ähnlichen Szenario reüssieren?

ollte man es martialisch formulieren, die Marktereignisse rund um den Ausbruch der Corona-Pandemie könnten wohl als "Blutbad" beschrieben werden. Wie ein senkrechter Strich zogen die Aktienindizes weltweit nach unten, innerhalb weniger Tage wurde so der schnellste Crash der Börsengeschichte vollzogen. In Europa fielen die Verluste dabei in der Spitze heftiger aus als in den USA. EZB-Chefin Christine Lagarde goss an der

einen oder anderen Stelle noch Öl ins Feuer, als sie einmal meinte: "Es ist nicht die Aufgabe einer Zentralbank, die Renditeaufschläge einzelner Staaten zu senken."

Das war Mitte März. Anfang April dann eine schonungslose EZB-Prognose zu den konjunkturellen Aussichten der Eurozone, die die Märkte zu Redaktionsschluss abermals verunsicherte - zum selben Zeitpunkt konnte auch eine zweite Infektionswelle mit entsprechenden Konsequenzen nicht ausgeschlossen werden. Auf 2021 wagt ohnehin niemand einen Ausblick - weder die EZB noch der Finanzsektor und bis zuletzt nicht einmal die Unternehmen aus der sogenannten Realwirtschaft.

Unsicherheit als Gift

Angesichts dieser Unsicherheiten bezüglich der kommenden zwölf Monate könnte ein Blick zurück gleichzeitig einer nach vorn werden, da die Stressauslöser ähnlich bleiben. Also: Welche Strategien, welche Assetklassen haben enttäuscht, welche reüssiert? Der Blick auf die Enttäuschungen

ist relativ simpel: Ähnlich wie in der Großen Finanzkrise ist es zu gewaltigen Volatilitäten auf den Aktien- und Rohstoffinärkten gekommen, mit Gold als Ausnahme der Regel. Problematische Staatsanleihen wie die italienischen wurden nach den erwähnten EZB-Aussagen ebenso abgestoßen.

Doch welche Strategien konnten sich in diesem Feld behaupten? Was wurde aus der viel gepriesenen "echten" Diversifikation, die beispielsweise über Multi-Faktor-Strategien erzielt werden kann? Oder waren hoch nauer unter die Lupe genommen – beginnen wollen wir an dieser Stelle mit:

DIVERSIFIKATION 1: MULTI-FAKTOR

Vor dem Hintergrund, dass Stilfaktoren wie Momentum, Quality, Size, Value oder auch Low Volatility auf unterschiedlichen ökonomischen Ursachen beruhen und somit die einzelnen Faktoren in verschiedenen Marktphasen unterschiedlich gut laufen,



» Es ist nicht die Aufgabe einer Zentralbank, die Renditeaufschläge einzelner Staaten zu senken. «

Christine Lagarde, Präsidentin EZB

sophistizierte Overlaystrategien letzten Endes doch die bessere Wahl?

Im Folgenden hat die Redaktion von Institutional Money einige dieser Strategien und einen Single-Asset-Ansatz gewurden in den vergangenen Jahren zusätzlich zu den schon länger am Markt befindlichen Single-Faktor-ETFs auch zahlreiche Multi-Faktor-ETFs lanciert. "Multi-Faktor-Strategien haben den Anspruch, durch die

Kombination mehrerer Stilfaktoren von deren langfristigem Outperformancepotenzial zu profitieren.

Selbstanspruch

Zudem sind sie darauf ausgerichtet, durch Diversifikation Schwankungseffekte in der Outperformance der einzelnen Faktoren zu reduzieren", erklärt Hamed Mustafa, Leiter Institutional Sales Deutschland im Bereich ETF und Index Investing bei BlackRock, gegenüber Institutional Money die wohl wichtigsten Gründe, warum



Nicht nur der Leitindex der Eurozone brach massiv ein — die Furcht vor dem Coronavirus löste einen globalen Crash aus. Nur wenige Strategien konnten Investoren in diesem Umfeld vor dem Schlimmsten schützen.



Mit den Auswirkungen der Pandemie wurden manche Strategien besser fertig als andere. Überraschend schwer taten sich grosso modo Diversifikationsstrategien, wie man sie aus dem Faktorbereich, aber auch vom aktiven Multi-Asset-Ansatz her kennt. Overlaystrategien zeigten im ersten Quartal hingegen die eine oder andere Stärke.

auch Großanleger auf Multi-Faktor-Ansätze setzen. Doch konnten die Multi-Faktor-Strategien diverser Asset Manager hinsichtlich ihrer Performance gegenüber klassischen Aktienbenchmarks auch - und vor allem – angesichts der jüngsten chaotischen Ereignisse erfolgreich bestehen? Auf Basis von Bloomberg-Daten und Informationen der Produktanbieter verglich Institutional Money Multi-Faktor-Strategien für die aus institutioneller Sicht bedeutendsten Anlageregionen Welt und Europa. Dabei standen indexbasierte Konzepte, im Speziellen ETFs, im Zentrum des Interesses. Im Fokus hatten wir dabei nicht nur die gelieferten Renditen der letzten Kalenderjahre, sondern insbesondere jene des ersten Quartals 2020 – womit wir die Frage beantworten wollten, ob Multi-Faktor-Ansätze gerade in Krisenzeiten aufgrund einer möglichen Outperformance respektive niedrigerer Drawdowns gegenüber klassischen Benchmarks zukünftig eine höhere Gewichtung in institutionellen Aktienportfolios verdienen – oder eben nicht.

Vorreiter Invesco

Zu den ältesten und gemessen am verwalteten Fondsvolumen größten Multi-Faktor-ETFs am deutschen Markt zählt der im Jahr 2014 an den Start gegangene Invesco

Goldman Sachs Equity Factor Index World UCITS ETF. Aus diesem Grund wird dieses Gefäß etwas genauer unter die Lupe genommen. Der synthetisch replizierte Indexfonds bildet nach Abzug einer Verwaltungsgebühr von 0,55 Prozent per annum den Strategieindex Goldman Sachs Equity Factor Index World Net Total Return ab. Dieser umfasst globale Aktien und versucht, auf Basis eines Risk-Parity-Ansatzes über eine intelligente Gewichtung der fünf Faktoren niedriges Beta (Low Beta respektive Low Volatility), Größe (Size), Wert (Value), Dynamik (Momentum) und Qualität (Quality) eine möglichst gute Performance zu erzielen. Ein Rebalancing wird alle acht Werktage vor-



genommen. Auf Länderebene erhalten Investoren eine US-Aktienmarktgewichtung von zuletzt rund 63 Prozent.

Unterm Strich hat diese Herangehensweise nur bedingt funktioniert, wie die ausbaufähige Performance der ETFs beziehungsweise des zugrunde liegenden Strategieindex im Vergleich zum MSCI Word NetTotal Return Index zeigt.

Unter die Räder

Abgesehen davon, dass die Strategie auch

im Fünfjahreszeitfenster in drei der fünf Kalenderjahre underperformte, kam der Invesco Goldman Sachs Equity Factor Index World UCITS ETF nicht nur im Jahr 2019, sondern auch während des Sell-offs im März 2020 massiv unter die Räder und erlitt allein im März eine Underperformance von rund 2,6 Prozent. "Das war hinsichtlich der Underperformance der schlechteste Monat der Indexgeschichte", konstatierte Invesco in ihrem Fonds-Factsheet per Ende März. Ulrich Cord, Leiter ETF Sales Deutschland bei Invesco, begründete gegenüber Institutional Money die Underperformance mit "idiosynkratischen Faktoren" beziehungsweise "aktienspezifischen Risiken", die temporär die zugrunde liegende ETF-Strategie belasteten. Belastend war beispielsweise im Jahr 2019 eine immer niedrigere Marktbreite, bei der die großen Aktienbenchmarks von immer weniger Large-Cap-High-Beta-Aktien nach oben gezogen wurden, während klein kapitalisierte Werte (Size) und Substanzaktien (Value)

Size und Value abgestraft

das Nachsehen hatten.

Diese Entwicklung gipfelte in den Ausverkaufswochen des ersten Quartals, als insbesondere Small Caps und Value-Aktien von Investoren weltweit im Rahmen von Fire Sales in einem immer illiquideren Aktienmarkt abgeladen wurden und stark an Wert verloren. Diese Belastungen bei Faktoren wie Size und Value konnten Cord zufolge in der Strategie auch nicht durch Exposure in den besser performenden Faktoren Quality und Low Beta kompensiert werden. Interessant ist, dass "Momentum" im Krisenmonat mehr oder weniger neutral performte.

Im Jahr 2015 lancierte Invesco auch auf europäische Aktien einen Multi-Faktor-ETF. der die gleiche zugrunde liegende Strategie wie das weltweit streuende Produkt verfolgt. Aus diesem Grund verzeichnete während des Sell-offs im März der Invesco Goldman Sachs Equity Factor Index Europe UCITS ETF ebenfalls eine Underperformance von über 1,5 Prozent gegenüber dem MSCI Europe Index, der seinerseits im genannten Monat mehr als 14 Prozent verlor. Zur Ehrenrettung sei angemerkt, dass der Invesco Goldman Sachs Equity Factor Index Europe UCITS ETF zumindest seit Produktstart auf annualisierter Basis mit einer etwas niedrigeren Volatilität den MSCI Europe Index mit etwa einem Prozent per annum outperformen konnte.

Erfahrene Franzosen

Wie Invesco ging auch Amundi-ETF 2014 mit einem weltweiten Multi-Faktor-ETF an den Start, wobei die Franzosen bereits 2007 ihre ersten (einfachen) Faktor-strategien gestartet haben. Der Amundi Index Equity Global Multi Smart Allocation Scientific Beta UCITS ETF basiert auf ERI

(Edhec Risk Institute) Scientific Beta Indizes. Investoren erhalten darüber Exposure in den vier Faktoren Value, Size, Momentum and Minimum Volatility, wobei diese Faktorrisiken gleichgewichtet werden.

Abgesehen von einer deutlichen Outperformance 2015 hinkte das Amundi-Produkt jedes Folgejahr dem MSCI World Index hinterher und konnte auch den "Elchtest" Corona-Crash nicht bestehen, wie die *Tabelle "Faktor-ETFs im Überblick*" zeigt. Gleiches gilt auch für die europäische Spielart Amundi Europe Equity Multi Smart Allocation Scientific Beta – UCITS ETF im Vergleich zum MSCI Europe Index.

Die Underperformance der letzten Zeit begründet Hermann Pfeifer, Head of Amundi ETF, Indexing & Smart Beta, Deutschland, Österreich und Osteuropa, auf Anfrage von Institutional Money mit enttäuschenden Ertragsbeiträgen des Value-Faktors sowie mit hohen Kursverlusten bei Mid-Cap-Aktien (Size-Faktor). "Während der Coronakrise waren Large-Cap-Technologie-unternehmen ein relativ sicherer Hafen. In diesen war der Index jedoch untergewichtet", ergänzt Pfeifer.

Long/Short — das Geld ist fort

Die letzten Wochen und Monate waren in der Tat ein schweres Geläuf für Multi-Faktor-Strategien. Wie schwierig das vor allem im ersten Quartal war, zeigt ein Blick auf einen marktneutralen Multi-Faktor-Ansatz, investierbar über den Amundi ETF iStoxx Europe Multi-Factor Market Neutral UCITS ETF EUR. Bei diesem setzt Amundi auf der Long-Seite des Marktes auf den iStoxx Europe Multi-Factor Index und hält zur Wahrung der Marktneutralität eine Shortposition im Stoxx Europe 600 Futures Roll Index. Unterm Strich kam dabei im ersten Quartal 2020 kein (positives) Alpha, sondern ganz im Gegenteil ein deutliches Minus von mehr als fünf Prozent heraus. wobei der zwischenzeitliche Drawdown laut Bloomberg-Daten mehr als sechs Prozent betrug.

BlackRock setzt auf Qualität

BlackRock setzt wie Amundi-ETF bei seinen iShares-Multi-Faktor-ETFs ebenfalls auf vier Faktoren, und zwar auf Quality, Momentum, Size und Value. Ein Unterschied besteht darin, dass die Franzosen auf Low Volatility statt Quality setzen, während dies bei BlackRock umgekehrt ist. Darüber hinaus verzichtet das BlackRock-Modell auf eine Gleichgewichtung der Risikoprämien, wie dies Invesco und Amundi-ETF vornehmen. Laut BlackRock-Unterlagen findet vierteliährlich ein Rebalancing statt. Trotz dieser etwas unterschiedlichen Herangehensweise konnten auch die BlackRock-Produkte nur eingeschränkt überzeugen. Während der iShares Edge MSCI World Multifactor UCITS ETF laut Mustafa seit Auflage bei der Performance etwas mehr als zwei Prozentpunkte per annum hinter dem Ausgangsindex liegt, konnte der iShares Edge MSCI Europe Multifactor UCITS ETF den MSCI Europe Index um knapp 0,16 Prozentpunkte jährlich outperformen.

Während des Abverkaufs im ersten Quartal hinkten die beiden ETFs aber wie fast alle Produkte der Mitbewerber den entsprechenden MSCI-Indizes hinterher, wobei diese Benchmarks natürlich den inhärenten Vorteil keiner Fondsgebührenbelastung auf ihrer Seite haben. Sales-Profi Mustafa führt bei den von ihm vertriebenen Multi-Faktor-ETFs wie seine Mitbewerber als Grund für das Hinterherhinken die relative Schwäche





der Faktoren Size und Value an. "Das Coronavirus hatte die Märkte fest im Griff. Daher mieden Investoren höher volatile Size-Aktien sowie Value-Unternehmen, die häufig über umfangreiche globale Lieferketten sowie hohes fixes und physisches Kapital verfügen." Beim iShares Edge MSCI World Multifactor UCITS ETF (Euro Hedged) brachte auch die Absicherung von Währungsrisiken gegenüber dem Euro einen negativen Performancebeitrag.

Ein genauer Blick auf die Wertentwicklungen zeigt, dass sich europäische Multi-Faktor-ETFs besser hielten als ihre global anlegenden und damit vor allem in den USA sehr hoch gewichteten Pendants. "Der negative historische Beitrag des Size-Faktors ist bei den Regionen World und Europa unterschiedlich stark ausgeprägt", erläutert

Mustafa und verweist auf die starke Gewichtung einiger großer US-Unternehmen, insbesondere von FAANG-Aktien, im MSCI World Index. "Diese sind in den Multi-Faktor-Strategien häufig stark untergewichtet oder fallen ganz heraus, was zu signifikanten Performancedifferenzen geführt hat. In Europa ist dieser Effekt weniger stark ausgeprägt, somit schlug der negative Performancebeitrag hier weniger stark zu Buche."

ESG - also doch

Die insbesondere während der Coronakrise, aber auch längerfristig maue Performance vieler Multi-Faktor-ETFs blieb nicht ohne Folgen: So nahm Lyxor-ETF gegen Ende des ersten Quartals 2020 ihre zwei Multi-Faktor-ETFs auf globale und europäische Aktien nach hohen Verlusten vom Markt.

Bei der Performanceanalyse von Multi-Faktor-ETFs fällt darüber hinaus auch auf, dass jene Multi-Faktor-Strategien, die zusätzlich ESG-Kriterien berücksichtigen, besser durch die Krise kamen als ihre klassischen Pendants. Erklärbar ist dies unter anderem damit, dass ESG-Ansätze durch den Verzicht auf Energie, insbesondere Ölaktien, nicht durch hohe Kursverluste im Rahmen des Ölpreisverfalls betroffen waren. Anzumerken ist, dass ESG-Multi-Faktor-ETFs, beispielsweise der Invesco Quantitative Strategies ESG Global Equity Multi-Factor UCITS ETF und der UniCre-

dit iStoxx ESG-X Multi Factor UCITS ETF, erst im Lauf des Jahres 2019 an den Start gingen und derzeit noch an einem aussagekräftigen längeren Track Record arbeiten. Darüber hinaus wird in Wissenschaft und Praxis derzeit intensiv darüber diskutiert, ob "ESG" überhaupt ein eigenständiger Faktor ist oder nicht. Durch die Auflage von Multi-Faktor-ETFs mit Berücksichtigung von ESG-Kriterien scheint aber be-

Aktienquote von 50 Prozent auf ein Jahr gesehen auf eine Korrelation von 0,97. Das Bizarre: Die Korrelation hat sich in den vergangenen Jahren erhöht. Sie liegt auf Zehnjahressicht nämlich bei 0,93. Positive Ausreißer gibt es natürlich. So gelang es beispielsweise dem DWS Concept Kaldemorgen, per Tiefpunkt im ersten Quartal die Verluste auf moderate 15 Prozent zu begrenzen. Das gelang aber nur unter Zuhilfe-

>> Stilfaktoren beruhen auf unterschiedlichen ökonomischen Ursachen. «

Hamed Mustafa,

Leiter Institutional Sales Deutschland im Bereich ETF und Index Investing bei BlackRock



reits eine erste kleine Vorentscheidung in Richtung ESG als eigenständiger Faktor gefallen zu sein.

DIVERSIFIKATION 1.2: MULTI-ASSET

Multi-Faktor-Strategien konnten also während der Krise nicht wirklich

überzeugen. Dasselbe gilt übrigens für eine andere prominente Diversifikationsstrategie: den Multi-Asset-Ansatz. Laut Daten der Ratingagentur Scope zum ersten Quartal 2020 lag die Strategie durchgehend im Minus.

Das wäre nun angesichts des Marktumfeldes kein allzu großer Beinbruch. Das Problem stellt vielmehr dar, in welchem Ausmaß die Fonds grosso modo vom allgemeinen Sog mitgerissen wurden zum Beispiel Europa: Die von Scope ausgewerteten reinen Europa-Aktienfonds notierten im ersten Quartal mit knapp 23 Prozent im Minus. Die Kursverluste, die die Strategie Mischfonds Europa Dynamisch hinnehmen musste, lagen bei 19,2 Prozent. Gerade für einen dynamischen - und somit hochaktiven - Ansatz ist das wohl den meisten Investoren zu wenig. - wenngleich auch nicht allzu überraschend: Vergleicht man nämlich ausgehend von Morningstar-Daten die Korrelationen zwischen Welt-Aktien- und Welt-Multi-Asset-Fonds, so kommt man selbst bei einer niedrigen nahme drastischer Maßnahmen - etwa indem die selbst vorgegebenen Risikobudgets nach Information an die Investoren außer Kraft gesetzt wurden. Ganz spurlos ist die Krise jedoch weder am Manager noch an seinen Kunden vorbeigegangen. So hat dieser seinen Kunden mitgeteilt, dass "wir die Verlustbegrenzung von minus zehn Prozent vorläufig ausgesetzt haben. Es macht keinen Sinn, das Risiko in dieser Situation auf null zu fahren. Die hiesigen Börsen haben teilweise morgens mit einem Gap eröffnet und waren als einziger Markt offen. Ich will in so einer Situation nicht gezwungen sein, zu verkaufen. Vor allem wenn sich diese Gaps dann im Tagesverlauf wieder schließen. Das kann nicht im Sinne der Anleger sein."

Ebenfalls den Blick auf seine Anleger gerichtet hatte Kaldemorgen, als er Umstrukturierungen in seiner Portfoliostruktur vornahm. Denn: "Was passiert, wenn Anleger verkaufen müssen oder wollen? Ich würde in der gegenwärtigen Lage zwar nicht dazu raten, wenn Anleger aber Verkäufe tätigen müssen oder wollen, verfügt der DWS Concept Kaldemorgen über ausreichend Liquidität, um diese zu bedienen."

Gold und Treasuries reduziert

Diese Liquidität hat er dabei entschlossen erhöht. "Die Kassequote habe ich im Krisenverlauf mehr als nahezu verdoppelt." Gelungen ist ihm das, indem er – vielleicht konterintuitiv – die vorher aufgebauten Sicherer-Hafen-Positionen wie Gold und



US-Treasuries abgebaut hat. "Mit einer Multi-Asset-Strategie hat man in einem solchen Fall vorgesorgt", erklärt ein in dieser Hinsicht zufriedener Kaldemorgen, "weil ein nicht unbeträchtlicher Teil in Anleihen investiert ist. Ich habe das tatsächlich genutzt, um US-Staatsanleihen zu verkaufen und Kasse zu erhöhen."

So löblich solche vereinzelten Erfolge

sind, muss man sich angesichts der durch Scope beschriebenen durchwachsenen Erfolge von Multi-Asset-Strategien und der ebenfalls Wünsche offen lassenden Multi-Faktor-Strategien fragen, ob es nicht einen anderen Königsweg durch die Krise gegeben hat – und für die nächste Krise gibt.

FLEX 1: EIN DAUERERFOLG

Und hier hat sich seit spätestens März dieses Jahres ein flexibler Overlay bei Aktien als Methode der Stunde zur Verlustabfederung kraftvoll zurückgemeldet. Mehrere Anbieter haben hier Pfeile im Köcher.

Viele Risikobudgets institutioneller Investoren halten ein ungebremstes Aktienengagement in großem Stil nicht aus. Dennoch möchte man dabei sein, somit sind Airbag-Konstruktionen gern gesehen, so sie denn auch wirklich auch seit einigen Jahren eine sogenannte Flex-Variante, die durch einen Overlay die Risikosteuerung erfolgreich vornimmt, ist der in Paris ansässige unabhängige Asset

Manager Comgest. Der Comgest Growth World – das kostengünstigere irische Pendant des bereits 1991 gegründeten Comgest Monde – ist seit 2003 am Markt



>> Während der Coronakrise waren Large-Cap-Technologieunternehmen ein relativ sicherer Hafen «

Hermann Pfeifer, Head of Amundi ETF, Indexing & Smart Beta, Deutschland, Österreich und Osteuropa

funktionieren. Im ersten Quartal 2020 gab es dazu bekanntlich reichlich Gelegenheit. Ein Haus, das seine geballte fundamentale Quality-Growth-Expertise sowohl klassisch in einem Long-only Fonds anbietet wie und in der institutionellen Euro-Tranche seit 18. September 2014 erhältlich. Ihm gegenüber steht der Comgest Growth Global Flex, der am 31. Juli 2020 sein Dreijahresjubiläum feiern wird.

Faktor-ETFs im Überblick

Deutsche Investoren können unter einigen Produkten wählen.

				Performance in %					
Bezeichnung	Region	ISIN	Start	2015	2016	2017	2018	2019	2020*
MSCI World Index — in Euro				11,05	11,46	8,00	-3,61	30,99	-19,09
iShares edge MSCI World Quality Factor UCITS ETF	Welt	IE00BP3QZ601	10.07.2014	14,52	7,85	8,34	-3,45	33,90	-16,65
iShares Edge MSCI World Minimum Volatility UCITS ETF	Welt	IE00B8FHGS14	10.07.2014	17,07	10,70	3,11	2,03	26,17	-12,60
iShares MSCI World Momentum Factor UCITS ETF	Welt	IE00BP3QZ825	10.07.2014	15,77	7,03	16,07	0,27	31,50	-11,46
iShares Edge MSCI World Value Factor UCITS ETF	Welt	IE00BP3QZB59	10.07.2014	8,31	11,24	7,66	-10,34	22,01	-24,71
Amundi Global Multi Smart Allocation Scientific Beta UCITS ETF	Welt	LU1602145119	01.09.2014	14,16	8,29	7,05	-7,54	27,29	-21,50
Invesco Goldman Sachs Equity Factor Index World UCITS ETF	Welt	IE00BFG1RG61	01.06.2014	12,09	7,41	7,91	-4,40	23,55	-20,91
Invesco Quantitative Strategies ESG Global Equity Multi-Factor UCITS ETF	Welt	IE00BJQRDN15	30.07.2019						-20,63
iShares Edge MSCI World Multifactor UCITS ETF (Euro Hedged)	Welt	IE00BYXPXK00	21.04.2017				-13,53	18,43	-20,64
JPMorgan Global Equity Multi-Factor UCITS ETF	Welt	IE00BJRCLL96	09.07.2019						-24,80
MSCI Europe Index	Europa			8,23	2,58	10,24	-10,57	26,05	-22,64
Amundi Europe Equity Multi Smart Allocation Scientific Beta $-$ UCITS ETF	Europa	LU1681039563	22.02.2016		n.a.	15,81	-12,63	25,99	-24,87
Amundi ETF iSTOXX Europe Multi-Factor Mkt. Neutr. UCITS ETF EUR (C)	Europa	FR0013284304	16.01.2018				n.a	-4,44	-5,14
iShares Edge MSCI Europe Multifactor UCITS ETF	Europa	IE00BZ0PKV06	04.09.2015		0,19	12,21	-11,58	26,28	-23,33
Invesco Goldman Sachs Equity Factor Index Europe UCITS ETF	Europa	IE00BMW3NY56	06.01.2015		-0,54	14,81	-10,81	25,91	-23,03
Invesco EURO STOXX High Dividend Low Volatility UCITS ETF	Europa	IE00BZ4BMM98	06.01.2016			9,92	-8,89	19,12	-31,45
UC iStoxx ESG-X Multi Factor UCITS ETF	Europa	LU1982823087	30.07.2019					n.a.	-20,91
iShares Edge MSCI EMU Multifactor UCITS ETF	Eurozone	IE00BF2PG656	05.03.2018					23,42	-24,84
UBS ETF — MSCI EMU Select Factor Mix UCITS ETF (Euro) A-acc	Eurozone	LU1804202403	27.06.2018					27,52	-24,33

Während es Single-Faktor-ETFs auf einzelne Faktoren wie Quality, Minimum Volatility, Momentum oder Value etc. bereits seit einigen Jahren gibt, kamen in den letzten Jahren immer öfter auch Multi-Faktor-ETFs auf den Markt. Diese sollen Investoren die Entscheidung über die individuelle Faktorgewichtung abnehmen beziehungsweise sollen im Idealfall durch eine intelligente Faktorenallokation Überrenditen erwirtschaften. In der Praxis müssen die meisten Multi-Faktor-ETFs aber erst beweisen, dass sie den hohen Erwartungen gerecht werden. In der Coronakrise haben Multi-Faktor-ETFs jedenfalls größtenteils die Gelegenheit versäumt, Investoren von ihren Alpha-Qualitäten zu überzeugen.

Quelle: Bloomberg, Factsheets und Unterlagen der Gesellschaften | Alle Daten in Euro

* 1. Quartal



Erfolgreiche Strategie

Und Grund zum Feiern besteht tatsächlich, hat sich der Fonds mit seinem Core und Tail Risk Hedging doch bravourös geschlagen. Betrachtet man mit dem Comgest Growth World die Long-only-Variante, könnte man aufgrund des großen Performancevorsprungs zwar der durchaus fundierten Ansicht sein, es benötige gar keine

Flex-Variante. Denn immerhin liegt Long only seit der Auflage des irischen Klons 2014 kumuliert bei einer Performance bis 24. April 2020 von 94,11 Prozent. Dem gegenüber steht der MSCI All Country Net Return Euro Index bei mageren 46,98 Prozent. Das bedeutet für den Comgest Growth World eine annualisierte Performance von beeindruckenden 12,57 Prozent,

denen gerade einmal eine solche der Benchmark von 7,12 Prozent gegenübersteht. 545 Basispunkte Outperformance pro Jahr sind überaus beachtlich.

Mit Airbag

Wer allerdings der Volatilität und den Drawdowns am Aktienmarkt nicht ungebremst ausgesetzt sein will, dabei aber doch vom Stockpicking-Know-how beziehungsweise von den Alpha-Qualitäten des Quality-Growth-Ansatzes von Comgest profitieren möchte, für den kommt die Ende Juli 2017 aufgelegte Airbag-Variante in Form des Comgest Growth Global Flex gerade recht. Neben dem globalen Aktienportfolio, das die globale Wachstums- und Qualitätsstrategie von Comgest repliziert, gibt es die Aktien- und Währungsabsicherung. Neben dem kurzfristig ausgerichteten quantitativen und flexiblen Hedging der Aktienquote für Standardmarktstrukturen mittels Futures gibt es das - ebenfalls kurzfristig orientierte - komplementäre Tail Risk Hedging, das gegen unvorhersehbare und starke Drawdowns eingesetzt wird. Daneben besteht noch das mittelfristig ausgerichtete quantitative und flexible Hedging von Industrieländerwährungen.

15-8-60-40

Dieser Code fasst die Ziele des Flex-Ansatzes des Comgest Global Growth Flex zusammen: Drawdowns sollen durch dessen Overlay auf 15 Prozent begrenzt und die langfristige annualisierte Volatilität des Fonds möglichst unter acht Prozent gehalten werden. Dazu kommt, dass die Teilnahme an den positiven Monaten (Upside Capture) bei 60 Prozent und die Partizipation an den negativen Monaten (Downside Capture) bei 40 Prozent der Indexperformance liegen sollen. Trotz dieser Nebenbedingungen, die über längere Zeit betrachtet

Das bedeutet dann am Ende des Tages in besagtem Zeitfenster eine annualisierte Performance von 7,4 Prozent gegenüber jener der globalen Aktienstrategie von 10,3 Prozent und überaus bescheidenen 0,8 Prozent jährlich für den MSCI ACWI NR Index. Die *Tabelle "Flex zahlt sich aus"* fasst die wichtigsten Kennzahlen der reinen globalen Aktienstrategie, der Flex-Strategie und der Benchmark zusammen.



>>> Der Faktor Size war eine signifikante Belastung für die Performance. «

Ulrich Cord, Leiter ETF Sales Deutschland bei Invesco

Absicherungskosten bedeuten, ist die Stockpicking-Qualität von Comgest so herausragend, dass der MSCI ACWI NR in Euro doch deutlich geschlagen werden

kann, und das bei einem durchschnittlichen Hedging-Niveau von 35 Prozent. Die vier Ziele wurden im Großen und Ganzen erreicht: Vom Start Ende Juli 2017 weg bis Ende des ersten Quartals 2020 überzeugt

Comgest Global Growth Flex mit einem maximalen Drawdown von 15,4 Prozent, einer annualisierten Volatilität von 9,5 Prozent sowie einer Upside Capture Ratio von sogar 70 Prozent und einer Downside Capture Ratio von 38 Prozent.

Mission erfüllt

Die coronabedingten Marktverwerfungen im ersten Quartal 2020 isoliert betrachtet, belegen die Qualität des Risikomanagementansatzes: Während der MSCI ACWI 19,56 Prozent abgab, kam der Comgest Growth World infolge seines Alphas mit einem Minus von 10,82 Prozent über die Runden. Beim Comgest Global Growth Flex waren es mit minus 7,49 Prozent noch einmal 3,33 Prozent weniger als bei der Long-only-Variante (siehe Grafik "Horrorquartal? Welches Horrorquartal?"). Der Erfolg des Overlays liegt in seiner Dynamik: Beträgt die durchschnittliche Hedging-Quote seit Start 35 Prozent, so schwankt sie im Zeitablauf sehr stark: Sind es in ruhigen

Flex zahlt sich aus

Mit einer Sharpe Ratio von 0,82 liegt Comgest Flex vor der klassischen Long-only-Strategie.

31. Juli 2017 – 31. März 2020	Comgest Growth Global Flex EUR I Acc	MSCI AC World Net Return**	Comgest Global Equity Strategie*
Gesamtperformance	21,1 %	2,3 %	29,8 %
Annualisierte Performance	7,4 %	0,8 %	10,3 %
Annualisierte Volatilität	9,5 %	17,1 %	13,4 %
Sharpe Ratio	0,82	0,07	0,79
Maximum Drawdown	-15,4 %	-33,4 %	-23,8 %
Zeitraum Maximum Drawdown	19. Feb. bis 23 März*	19. Feb. bis 23 März*	19. Feb. bis 23 März*
Durchschnittliches Hedging-Niveau***	35 %	N/A	N/A
Korrelation zum MSCI AC World	0,69**	1,00	0,90****

Wem das Risiko-Ertrags-Profil von Long-only, das im Vergleich zum MSCI ACWI deutlich besser abschneidet, noch immer zu knackig ist, der ist in der Flex-Strategie besser aufgehoben: deutlich weniger Drawdown und Volatilität, garniert mit 70 Prozent Upside- und nur 38 Prozent Downside-Partizipation. * 2020





Zeiten vielleicht zehn bis 15 Prozent, so waren es im Schnitt im März 2020 56 Prozent. Doch auch dieser Durchschnitt zeigt nicht die ganze Dynamik. So wurde etwa der Tail Risk Hedge bereits in der letzten Februarwoche von sechs auf zwölf Prozent verdoppelt, und die gesamte Aktien-Hedging-Quote stiegt von 25 bis auf 75 Prozent innerhalb des Monats an.

Der Tail Risk Hedge wurde aber bereits

wieder gegen Ende März auf ein sehr niedriges Niveau zurückgeführt. Comgests quantitativer Analyst Schlomy Botbol hat hier offensichtlich erstklassige Arbeit geleistet. Thorben Pollitaras, Deutschland-Chef von Comgest, verspürt angesichts der Leistung des Flex-Ansatzes wie auch der Alpha-Qualitäten im Long-only-Bereich Rückenwind. Flex gibt es übrigens

auch noch ein zweites Mal, und zwar in der Emerging-Markets-Version. Auch hier brachte das erste Quartal eine Outperformance gegenüber Long only, und zwar von gut vier Prozent.

FLEX 2: EQUITYFLEX

Dieser zum 26. November 2014 aufgelegte Aktienfonds hat sich das überaus anspruchsvolle Ziel gesetzt, den US-Aktienmarkt, vertreten durch den S&P 500 Net Total Return Index, zu schlagen. Dieses ambitionierte Vorhaben ist alles andere als leicht, gilt doch der US-Aktienmarkt als der informationseffizienteste der Welt.

Gangbarer Weg

Doch fand man bei Feri einen gangbaren Weg: Man strebt im Basisportfolio eine effiziente S&P-500-Replikation durch Aktien und Futures an, um damit ein Beta von eins zu erzielen, und ergänzt dieses dann um eine prognosefreie Nutzung der Volatilitätsrisikoprämie im US-Aktienindexmarkt via börsengehandelter S&P-500-Indexoptionen. macht man sich zunutze, dass es in der Regel eine deutlich positive Differenz zwischen impliziter und realisierter Volatilität im S&P-500-Optionsmarkt gibt. Nur in extremen Abwärtsmärkten – wie etwa 2008 und im März 2020 – wird diese Differenz negativ.

Der Options-Overlay, den Feri über das US-Aktienportfolio im EquityFlex stülpt, hat bereits seit 2012 als eigenes Produkt im OptoFlex Fonds einen überzeugenden Track Record aufgebaut. Diese Short-Volatility-Strategie mit Tail Risk Hedge, um eben in Krisenzeiten durch Vola-Long-Positionen

zu machen, investieren Daniel Lucke, Steffen Christmann und Florian Astheimer rund ein weiteres Viertel der vereinnahmten Optionsprämien in VIX-Call-Optionen (siehe Grafik "Positionsbeispiel").

Bei scharfen, schnellen Rückgängen wie im März 2020 kommt es zu Vola-Spitzen, die dafür sorgen, dass der Wertzuwachs in den VIX-Positionen nicht nur zu einer Abfederung der Verluste, sondern sogar zur



>>> Wer mehr Downside Protection als beim Comgest Growth World will, wählt den Comgest Global Growth Flex. «

Thorben Pollitaras, Geschäftsführer der Comgest Deutschland GmbH

Verluste kompensieren zu können, sieht wie folgt aus: Neben dem Verkauf von S&P-500-Puts wird rund ein Viertel der vereinnahmten Optionsprämien dazu verwendet, eine weiter aus dem Geld liegende Put-Option als Hedge zu kaufen, wobei die Zahl der gekauften der Anzahl der verkauften Kontrakte entspricht (Put-Spread).

Risikovorgabe gesichert

In fallenden Märkten entwickeln sich diese Long-Puts zunehmend gegenläufig zu den Short-Puts, wobei ein maximaler relativer Drawdown berechenbar wird. Dadurch ist die Einhaltung der Risikorichtlinien jederzeit gesichert. Um das Set-up perfekt

Kompensation von Verlusten bei S&P-500-Abwärtsbewegungen führen kann. Diese

Kombination von Marktrisikoprämie

bei Aktien plus risikoreduzierter Volatilitätsrisikoprämie macht das Erfolgsgeheimnis und damit die Outperformance des Equity-Flex-Fonds aus. Dazu kommt, dass die Volatilitätsrisikoprämie als

Quelle der Outperformance mittelfristig weitgehend unabhängig vom Aktienmarktrisiko ist.

Rasches Comeback

Die Drawdown-Analyse zeigt, dass der EquityFlex absolute Drawdowns tendenziell schneller wieder aufholt als der S&P 500 In-

dex selbst. Relative temporäre Underperformances sind dabei nicht ausgeschlossen, werden aber durch das prognosefreie Vorgehen nach relativ kurzer Zeit wieder gelindert. Das einzige Jahr seit Bestehen des EquityFlex, in dem dieser hinter dem S&P 500 Net Total Return zurückgeblieben ist, war 2018. Die relative Underperformance des Kalenderjahres nach Kosten machte hier 4,59 Prozent aus.



Salami-Taktik

Das lag an dem salamiartigen Crash des letzten Quartals 2018, der zu langsam verlief und keine

Comgest Global Growth Flex landete gar nur bei minus 7,49 Prozent. Quelle: Bloomberg



hohen Volatilitätsspitzen ausbildete, sodass die VIX-Calls als Tail Risk Hedge ihre Wirkung nicht voll entfalten konnten, wie sie das aber im März 2020 taten. Festzuhalten ist, dass der EquityFlex im ersten Quartal sogar eine Outperformance gegenüber dem S&P 500 Net Total Return von 1,97 Prozent erzielt hat. Daniel Lucke schildert die Chronologie der Ereignisse: "Im ersten Abrutschen des Aktienmarktes vom 19. bis 27. 2. haben unsere Absicherungen nicht stark gegriffen. Für ein solches Marktumfeld sind die Absicherungen auch nicht nötig, daraus erholen sich unsere Fonds meist von

allein schnell wieder. Die eingesetzten Absicherungen haben ab dem 27. 2. teilweise zu einer Überkompensation der Verluste geführt."

Ein starker März

Der Monat März brachte eine Netto-Outperformance von 7.66 Prozent gegenüber dem Index. Das Charmante an solchen Marktverwerfungen mit Volatilitätsspitzen von jenseits der 80 Prozent ist, dass danach neu geschriebene Puts eine um ein Vielfaches höhere Prämie haben als im historischen Durchschnitt. Sie werden prognosefrei mit einem größeren Puffer geschrieben. Investoren blieb diese Erfolgsgeschichte nicht verborgen: Bereits 714,57 Millionen US-Dollar befinden sich zum 27. April 2020 im Fonds, es gab trotz des Marktrückgangs signifikante Zuflüsse. Seit Fondsstart bis zu diesem Datum hat die institutionelle Tranche des EquityFlex kumuliert 69,62 Prozent Ertrag erzielt, was sich vorteilhaft mit der Benchmark vergleicht, die auf 49,30 Prozent Zuwachs kommt. Das entspricht einer annualisierten Outperformance von 2,61 Prozent nach Kosten (siehe Grafik "Versprochen und gehalten"). Zuzüglich der Managementgebühr von 0,50 Prozent im Jahr fällt hier noch eine 15-prozentige Performancegebühr mit High Water Mark an.

FLEX 3: LUXTOPIC-AKTIEN EUROPA

Fernab der klassischen Finanzzentren im idyllischen Parkstein, einer bayerischen Marktgemeinde nahe der tschechischen Grenze, sind Robert Beer und seine auf risikoadjustierte Aktienstrategien spezialisierte Fondsboutique, die Robert Beer Management GmbH, beheimatet. Er managt den ältesten aller Fonds mit Optionsairbag, der in einer Retailtranche am 24. 6. 2003 das Licht der Welt erblickte. Die institutionelle Tranche folgte acht Jahre später, konkret am 7. März 2011. Heute ist der Fonds etwas mehr als 100 Millionen Euro schwer. Robert Beer ist ein Mann mit Prinzipien und großem Options-Know-how, seine Anlagestrategie blieb seit Fondsauflage unverändert.

Eine Frage des Momentum

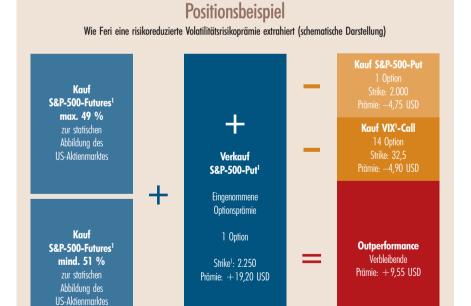
In der Kasse fährt er eine Momentumstrategie, die die jeweils aussichtsreichsten 35 Titel des 50 Aktien umfassenden EuroStoxx 50 Index auswählt und gleichgewichtet.

Dazu gesellt sich der Optionsoverlay, der Calls out of the money (OTM) verschreibt und damit Prämien vereinnahmt. Die Auswahl der Strikes wird flexibel gehandhabt, geht es doch auch darum, nicht zu viel der Outperformance abzuschneiden. Während bei diesen Short Calls kürzere Laufzeiten gewählt werden, sind die OTM-Long-Puts zu Absicherungszwecken mit längeren Laufzeiten von bis zu neun Monaten ausgestattet und sind Indexoptionen.

Welche Laufzeiten effektiv gewählt werden, hängt von verschiedenen Determinanten ab, das Volatilitätsniveau ist eine davon. Robert Beer agiert hier diskretionär: Zwar schlägt der Computer bestimmte Optionen vor, doch welche schlussendlich gewählt werden, darüber entscheidet auch das Fingerspitzengefühl von Robert Beer. Ziel ist es, bei Aufschwüngen mit einem Beta von 0,8, bei Abschwüngen mit einem Beta von 0,6 dabei zu sein.

Beta nahe null

Im Schnitt ist etwa ein Viertel des Portfolios abgesichert, wobei das Team um Robert Beer für Puts eine Mehrstufenstrategie bei den Strikes nach unten verfolgt. "Manchmal geht das Beta in Abwärtsbewegungen fast gegen null", merkt Beer an. "Heuer etwa gab der Markt in der Spitze um 37 Prozent nach, und wir verloren gerade einmal acht Prozent." Der immense Anstieg der impliziten Volatilität hatte das möglich gemacht. Das Geheimnis seines Langfristerfolgs, der sich nun wieder einmal in den einschlägigen Ranglisten mit Spitzenplatzierungen niederschlägt, ist, die Anlagephilosophie konsequent durchzuziehen. Eine solche Einstellung empfiehlt er auch



Diese Short-Volatility-Strategie mit Tail Risk Hedge sieht wie folgt aus: Neben dem Verkauf von S&P-500-Puts wird zirka ein Viertel der Optionsprämie dazu verwendet, weiter aus dem Geld liegende Put-Optionen als Hedge zu kaufen (Put-Spread). Ein weiteres Viertel der vereinnahmten Optionsprämien geht in VIX-Call-Optionen als Tail-Risk-Versicherung. Dazu kommt das US-Aktien-Engagement via Aktien und Futures.



seinen Investoren: Nicht nervös werden, wenn man in Aufwärtsphasen einmal hinter dem Markt bleibt, denn die Outperformance wird in unruhigen Zeiten wie dem ersten Quartal 2019 gemacht. Die Asymmetrie arbeitet dabei für das Konzept: Dank geringerer Drawdowns nimmt der Fonds an den Aufwärtsbewegungen von einer höheren Basis aus teil. Über die Jahrzehnte – und ein bis zwei Events, die den Markt kräftig einbrechen lassen, finden sich in jeder Dekade,

auch wenn niemand prognostizieren kann, wann das passiert – bildet sich Potenzial für den Mehrertrag im Anlagemarathon. ETFs sehen da im Vergleich alt aus. Beer dazu: "ETFs wären nur dann besser, wenn der Markt wie an einer Schnur gezogen nach oben marschieren würde. Das ist aber erwiesenermaßen nicht der Fall."

von 1,66 Prozent. Addiert man hierzu die Differenz in der Expense Ratio zwischen der I- und der R-Tranche von durchschnittlich 67 Basispunkten, errechnet sich eine Outperformance des europäischen Aktienmarktes von 233 Basispunkten jährlich – und das über 17 Jahre. Dazu kommt noch eine um zirka ein Viertel verringerte Volatilität: 19,7 Prozent der Benchmark treffen auf bloß 15,3 Prozent des LuxTopic-Aktien Europa.

aber dieses Mal werden diese 35 Aktien aus einem Universum von etwa 200 Titeln mithilfe des hauseigenen Selektionssystems ausgesucht. Der Optionsoverlay ist grundsätzlich der gleiche wie im LuxTopic-Aktien Europa. Der aktuell 11,80 Millionen Euro schwere Fonds fristete bislang ein Schattendasein, doch auch das wird sich wohl bald ändern: Der Fonds steht year to date dank vieler trendstarker Aktien mit einem Plus von 24,60 Prozent per 29. April



» Mit dem EquityFlex erzielten wir signifikante Inflows trotz des Marktrückgangs. «

Daniel Lucke, Director Portfolio Management und Portfoliomanager des EquityFlex bei Feri Trust, Bad Homburg

Optionsoverlay sticht

Sowohl auf der Kurzstrecke – dank Corona – als auch auf der Langstrecke braucht sich der LuxTopic-Aktien Europa vor niemandem zu verstecken. Wie die *Doppelgrafik "Sprint und Marathon"* illustriert, hat Robert Beer sowohl das erste Quartal 2020 als auch seit Fondsauflage geliefert. Bis zum 27. April 2020 liegt der LuxTopic-Aktien Europa imposante 29,51 Prozent vor dem Markt, der Fonds erzielt eine positive Performance von 6,74 Prozent, während der EuroStoxx 50 Net Return bei minus 22,78 Prozent steht. Die Pfadabhängigkeit hat Robert Beer zweifellos geholfen: Das bis dato in der Geschichte der Börsen in dieser

Schnelligkeit noch nie da gewesene Absacken der Aktienkurse hat die impliziten Volatilitäten bei den Puts angesichts des riesigen Absicherungsbedarfs anderer Marktteilnehmer in die Höhe schließen lassen.

Marathon-Strategie

Was die Langstrecke betrifft, so liegt der LuxTopic-Aktien Europa bei einem kumulierten Gesamtertrag von 153,47 Prozent, hingegen schafft der EuroStoxx 50 Net Return gerade einmal 94,17 Prozent. Annualisiert bedeutet dies eine Outperformance der Retailtranche

Flex-Version

Nun gibt der Titel des Aktienfonds keinen Hinweis auf die Flexibilität durch den Optionsoverlay, aber es gibt noch einen kleinen Bruder des LuxTopic-Aktien Europa, den LuxTopic Flex. Am 9. Juni 2004 aufgelegt, war er ursprünglich als globaler Mischfonds konzipiert, verfolgt aber einen breiteren Ansatz, indem er in der Kasse zirka 40 Prozent US-, 50 Prozent europäische und zehn Prozent asiatische Aktien hält. Wiederum sind es gemäß dem Momentumansatz die momentumstärksten.

2020 noch deutlich besser da. Robert Beer dazu: "Die Titel, die unser Selektionssystem ausgewählt hat, haben sich im Schnitt deutlich besser gehalten als der breite Markt,

darunter Unternehmen wie Apple, Air Liquide, Microsoft, Roche, Reckitt Benckiser oder Sanofi."

Dreimal Flex, dreimal individuell das Marktrisiko gekonnt verringert und dreimal den Markt überzeugend outperformt: So sehen

Sieger aus. Was es braucht bei den Managern – neben deren Know-how – genauso wie bei deren Investoren ist eines: Geduld und Prinzipientreue. Erfolgreich anlegen ist schließlich ein Marathon, wo Zwischenzeiten nur eine untergeordnete Rolle spielen.

Wenngleich es nach dem ersten Quartal 2020 zugegebenermaßen bei diesen drei Ansätzen Freude macht, auf die Uhr zu sehen.



20,32 Prozent kumulierter Mehrertrag vom Fondsstart am 30. Dezember 2014 bis zum 27. April 2020 bedeuteten eine annualisierte Outperformance von 2,61 Prozent nach Kosten.

SINGLE-ASSET-STRATEGIE?

Stellt sich die Frage, ob in turbulenten Zeiten nur mit Kombinations- und Overlaystrategien zu punkten war – oder ob es neben dem üblichen Verdächtigen Gold auch andere Einzel-Assets gab, die sich im turbulenten ersten Quartal auszeichnen konnten. Tatsächlich ist das einer Assetklasse gelungen, die in der Vergangen-

heit nicht immer in der Gunst der Investoren stand: der Wandelanleihe. Das wird klar, wenn man beispielsweise die gut zugänglichen Daten des SPDR Thomson Reuters Global Convertible Bond ETF mit

dem MSCI World vergleicht. Der Convertible-ETF hat in der Spitze verhältnismäßig geringe 23 Prozent verloren, also rund zehn Prozentpunkte weniger als der Aktienindex. Und auch in der Aufschwungphase konnten die Convertibles mit einem Plus von rund 20 Prozent in der Spitze einen guten Teil der Zwischenrally realisieren. Die Volatilität am Markt für

Wandelanleihen betrug laut Informationen von NN Investment Partners (NNIP) Anfang Mai weniger als ein Drittel der Volatilität an den Aktienmärkten. Als Folge der gestiegenen Aktienkurse war das durchschnittliche Delta der Wandelanleihen im Refinitiv Global Focus Convertible

Bond Index, das die Sensitivität der Wandelanleihe für Kursschwankungen des zugrunde liegenden Basiswerts angibt, zum selben Zeitpunkt auf zuletzt 34 Prozent gestiegen.

Defense!

"Die Kombination von Wandelanleihen aus Anleihe und eingebetteter Aktienoption weist im Vergleich zu Aktien defensivere Eigenschaften auf", erklärt Tarek Saber, Portfoliomanager Wandelanleihen bei NNIP. Die 30-Tage-Volatilität des MSCI World Index lag laut Daten von NNIP Anfang April bei 70 Prozent, während die des Refinitiv Global Focus Convertible Bond Index nur 19 Prozent beträgt. "Anders ausgedrückt: Die durchschnittliche tägliche Kursbewegung des MSCI World Index lag und Ende 2019, als die Rückzahlungsrendite bei minus 0,7 Prozent beziehungsweise minus 2,1 Prozent lag. Eine potenzielle Chance für zusätzliche Erträge aus Wandelanleihen sind derzeit Preisanomalien.



» Die risikoadjustierte Anlagephilosophie konsequent durchzuziehen macht sich letztlich bezahlt. «

Robert Beer, Gründer und Geschäftsführer der Robert Beer Management GmbH in Parkstein, Bayern

im März bei rund vier Prozent, der Focus Convertible Bond Index wies dagegen eine Bewegung von nur einem Prozent auf", wie Saber ausführt.

Bemerkenswerterweise hat sich zuletzt auch der Neuemissionsmarkt für Wandelanleihen wieder geöffnet. NNIP führt allein

> für die letzte Märzwoche Platzierungen im Wert von knapp zwei Milliarden Dollar an – aus Sicht von Saber ein durchaus valider Beleg dafür, dass sich Unternehmen an Wandelanlei-

henmärkten zu geringeren laufenden Kosten finanzieren können als am Markt für Hochzinsanleihen.

Preisanomalien

Die Rückzahlungsrendite (Yield to Maturity) des Global Focus Convertible Bond Index fällt mit plus 2,8 Prozent deutlich positiv aus. Dies ist ein starker Anstieg gegenüber dem Stand Ende Februar 2020

"Dem führenden Broker Jefferies zufolge notieren Wandelanleihen derzeit weltweit rund drei Prozent unter ihrem theoretischen Wert. Im aktuellen Umfeld zahlt es sich besonders aus, in Emittenten mit einem stärkeren Bond Floor, der theoretischen Wertuntergrenze einer Wandelanleihe, zu investieren", meint Saber.

Prinzipiell bleibt als Fazit jedenfalls zu sagen, dass Zeiten wie die Coronakrise dazu angetan sind, die Spreu vom Weizen zu trennen – was möglicherweise nach Platitüde klingt, aber im konkreten Fall weit von einer solchen entfernt ist. Denn wenn es zwischen den einzelnen Strategien innerhalb eines Quartals zu Performanceunterschieden von bis zu 50 Prozentpunkten kommt, dann kann man derartige Vergleiche ohne schlechtes Gewissen äußern und aus ihnen die Lehren für die nächste Krise ziehen – oder die Fortsetzung der bekannten. Je nachdem.

DR. KURT BECKER, HANS WEITMAYR 📆



Bis 27. April 2020 liegt der LuxTopic-Aktien Europa imposante 29,51 Prozent vor dem Markt und sogar deutlich im Plus (linke Grafik). Von 24. Juni 2003 bis 29. April 2020 liegt die Retailtranche 1,67 Prozent per annum vor dem EuroStoxx 50 NR, die institutionelle gar 2,33 Prozent. Auch ist die Volatilität deutlich geringer (rechts).