

Paradigmenwechsel auch in der angewandten Finanzmathematik?

Die Vermögensverwaltungsbranche steht inmitten eines Gezeitenwechsels: Mit dem Aufbruch in eine neue Ära stehen auch alte, liebgewonnene finanzmathematische Kennziffern auf dem Prüfstand.

Im Laufe jahrzehntelanger rückläufiger Zinsen waren Rentenmärkte eine sichere Bank und Banken und unsere Renten noch sicher. Mit Schuldenkrise und Null- bzw. Negativzins jedoch ist der Branche der risikolose Zins – Basis vieler finanzmathematischer Kennziffern – abhandengekommen. An seine Stelle trat das zinslose Risiko, das sich zwar als Bonmot gut macht, als finanzmathematisches Arbeitsmittel für Vermögensverwalter freilich völlig ungeeignet ist.

Volatilität und Sharpe Ratio

Nach der Sturm- und Drangphase der Fondsbranche in den neunziger Jahren, während die medial flächendeckend veröffentlichten Performancetabellen oberste Autorität für Fondsanleger und Berater waren, begann in den 2000er Jahren die Aufklärung und mit ihr ein erwachendes Bewusstsein für risikoadjustierte Betrachtungsweisen des Ertrages von Fondsanlagen. Die Volatilität als Risikomaß einer Fondsanlage wurde hip.

Die Volatilität erfreut sich bis heute großer Beliebtheit, nicht zuletzt auch aufgrund des aufsichtsrechtlichen Segens, der ihr zuteil wurde, indem sie offizielle Grundlage der Risikoklassifizierung auf den Fonds-KIIDS wurde. Die Risiko-/Rendite-Kennziffer, die auf der Volatilität konzeptionell aufbaut, ist die Sharpe Ratio. Sie setzt die durchschnittlichen Mehrerträge gegenüber dem risikolosen Zins in einem Dreijahreszeitraum ins Verhältnis zu den Standardabweichungen aller Renditen im selben Zeitraum, also auch derjenigen unterhalb des Referenzzinssatzes. Intuitiv erschließt sich die Formel der Sharpe Ratio damit wohl eher dem Mathematik-Aficionado als dem durchschnittlichen Anleger.

Maximum Drawdown und Calmar Ratio

Theorie-Wegbereiter für die Post-Risikoloszins-Ära sind Hedgefonds. Für die Analyse für Hedgefonds und Hedgefondsanlagen konnte sich unter anderem die *Calmar Ratio* etablieren. Auch sie stellt eine Risiko-/Rendite-Kennziffer dar, indem sie den annualisierten Ertrag einer Anlage, typischerweise über drei Jahre, ins Verhältnis zum Maximum Drawdown in derselben Periode setzt. Der *Maximum Drawdown* stellt den maximalen Verlust einer Anlage dar, ausgedrückt als prozentualer Unterschied von Höchst- zu Tiefststand innerhalb eines definierten Zeitraums, z.B. seit Fondsauflegung oder über die letzten drei Jahre. Offensichtliche Unterschiede der Calmar Ratio sind also die Entkoppelung vom risikolosen Zins und die Betonung eines einzigen, nämlich des größten Verlustes innerhalb des gewählten Betrachtungszeitraumes. Auch nur ein einziger großer Fehlgriff des Fondsmanagers in drei Jahren – und er fällt in der Ranking List zurück.

Hedgefonds stehen aus regulatorischen Gründen nur professionellen Anlegern offen. Der breiten Anlegeröffentlichkeit zugänglich sind indessen Absolute-Return-Investmentstrate-

gien in Form von Multi-Assetklassen-, vermögensverwaltenden und sogenannten Liquid Alternative-Fonds. Letztere stellen oft hedgefondsähnliche Long-/Short-Investmentstrategien im verbrauchergeschützten UCITS-Mantel dar. Gemeinsames Ziel dieser Fonds ist in der Regel, wie Hedgefonds stabile Erträge auch in widrigen Kapitalmarktphasen zu erzielen.

Veröffentlichung im Newsletter

Vor diesem Hintergrund haben wir uns entschieden, Sie regelmäßig über Maximum Drawdown, Calmar Ratio und weitere Risikokennziffern derjenigen in Deutschland zum öffentlichen Vertrieb zugelassenen Fonds zu informieren, die von Morningstar einer der folgenden Fondskategorien zugeordnet wurden:

-) EUR Cautious Allocation
-) EUR Cautious Allocation – Global
-) EUR Moderate Allocation
-) EUR Moderate Allocation – Global
-) EUR Flexible Allocation
-) EUR Flexible Allocation – Global
-) EUR Aggressive Allocation
-) EUR Aggressive Allocation - Global

Sinnvollerweise beinhaltet eine Fondsanalyse unseres Erachtens mehrere Kennziffern, zum Beispiel den *Average Drawdown*, der den Durchschnitt aller 12-Monats-Maximum Drawdowns innerhalb eines Dreijahreszeitraumes bezeichnet.

Die untenstehende Tabelle 1 umfasst eine Auswertung aller in Deutschland zum öffentlichen Vertrieb zugelassenen, oben definierten Publikumsfonds, die nach der Höhe des Maximum Drawdown sortiert sind. Aus über 3400 Fonds, einschließlich all ihrer Anteilsklassen, fanden sich folgende *Bottom 20*, also die Fonds mit den höchsten Verlustwerten, die auffälligerweise bis auf zwei Ausnahmen den beiden Flexible-Allocation-Kategorien zugeordnet sind (der schlechteste Wert war ein Maximalverlust von über 40% im Dreijahreszeitraum).

Tabelle 1: *Bottom 20 Fonds (nach Maximum Drawdown)*

Fondsname	Global Investment Fund Sector (GIFS)	Average Drawdown 2013-10-01 to 2016-09-30 Base Currency	Max Drawdown 2013-10-01 to 2016-09-30 Base Currency	Calmar Ratio 2013-10-01 to 2016-09-30 Base Currency	Sharpe Ratio 3 Yr (Qtr-End) Risk Currency	Total Ret Annldz 3 Yr (Qtr-End) Base Currency
ASVK Substanz & Wachstum	EUR Flexible Allocation - Global	-18,10	-40,79	0,17	0,36	6,87
JABCAP (LUX) - Global Balanced N EUR	EUR Flexible Allocation - Global	-19,02	-39,44	-0,16	-0,30	-6,24
NV Strategie Quattro Plus AMI P	EUR Flexible Allocation - Global	-13,82	-36,09	-0,38	-1,59	-13,69
Kapital Multiflex A	EUR Flexible Allocation - Global	-18,43	-35,07	-0,09	-0,08	-3,29
Lemanik SICAV Global Port C Instl EUR	EUR Flexible Allocation - Global	-14,41	-34,28	-0,26	-0,90	-9,00
GFA - HAIG Emerging Markets Flex	EUR Flexible Allocation - Global	-16,83	-33,68	-0,12	-0,16	-3,88
Kapital Multiflex B	EUR Flexible Allocation - Global	-18,14	-33,66	-0,11	-0,10	-3,67
Schroder ISF Wealth Preservat A1 USD Acc	EUR Flexible Allocation - Global	-12,46	-33,28	-0,19	0,01	-6,26
Global Markets Trends	EUR Flexible Allocation - Global	-20,68	-33,27	0,05	0,19	1,68
Schroder ISF Wealth Preservat A1 USD Inc	EUR Flexible Allocation - Global	-12,44	-33,24	-0,19	0,02	-6,24
Degussa Bank Portfolio Privat Aktiv	EUR Flexible Allocation	-16,46	-33,07	0,07	0,22	2,33
Global Markets Growth	EUR Flexible Allocation - Global	-19,32	-32,46	-0,09	0,00	-2,96
pro aurum ValueFlex	EUR Aggressive Allocation - Global	-19,59	-30,99	0,34	0,44	10,59
Fairassetmanagementfonds Special B	EUR Flexible Allocation - Global	-15,27	-30,62	-0,07	-0,07	-2,25
Swiss Strategie - dynamisch R EUR	EUR Flexible Allocation	-16,42	-29,29	-0,13	-0,11	-3,72
PLF - Asia Opportunity TrendOptimizer B	EUR Moderate Allocation - Global	-12,90	-28,37	-0,22	0,04	-6,36
Prometheus - Eqcelerator	EUR Flexible Allocation - Global	-14,79	-28,04	0,12	0,27	3,23
GodmodeTrader.de Strategie I P	EUR Flexible Allocation - Global	-15,86	-27,96	-0,12	-0,15	-3,48
Patriarch AktivInvestPlus - SLL B	EUR Flexible Allocation - Global	-12,44	-27,84	-0,34	-1,12	-9,42
M&W Capital	EUR Flexible Allocation - Global	-15,97	-27,36	0,32	0,41	8,67

Quelle: Euroswitch, Morningstar, Stichtag 30.09.2016. Die aufgeführten Werte beziehen sich auf die Vergangenheit und sind kein zuverlässiger Indikator für zukünftige Ergebnisse. Die Top 20 bezieht sich auf ein im Text definiertes Universum von 3400 Fonds.

Für die *Top 20* in Tabelle 2, also die Fonds mit den niedrigsten Verlustwerten, zeichnete sich indessen ein deutlich heterogeneres Bild ab, alle Kategorien waren zum 30.09.2016 unter den Top-Fonds vertreten.

Tabelle 2: Top 20 Fonds (nach Maximum Drawdown)

Fondsname	Global Investment Fund Sector (GIFS)	Average Draw-down 2013-10-01 to 2016-09-30 Base Currency	Max Drawdown 2013-10-01 to 2016-09-30 Base Currency	Calmar Ratio 2013-10-01 to 2016-09-30 Base Currency	Sharpe Ratio 3 Yr (Qtr-End) Risk Currency	Total Ret Annlzd 3 Yr (Qtr-End) Base Currency
NordSelect	EUR Moderate Allocation	-0,26	-0,52	0,70	1,03	0,37
Luxglobal Concept Three	EUR Flexible Allocation - Global	-0,27	-0,70	0,08	0,23	0,06
DWS Rendite (Medium)	EUR Cautious Allocation	-0,64	-0,79	3,67	2,22	2,90
Generali AktivMix Ertrag	EUR Cautious Allocation	-0,52	-0,96	1,54	1,49	1,47
Aktivportfolio-UI	EUR Moderate Allocation - Global	-0,62	-0,99	0,93	0,94	0,92
BL-Optinvest Euro	EUR Cautious Allocation	-0,71	-1,39	0,81	1,06	1,13
BHF Rendite Portfolio FT	EUR Cautious Allocation - Global	-0,97	-1,43	1,77	1,65	2,54
LaRoute Absolute Return Balanced	EUR Flexible Allocation	-0,87	-1,54	0,73	0,89	1,12
ZukunftsPlan IV	EUR Flexible Allocation	-0,82	-1,58	1,91	1,64	3,01
FOS Performance und Sicherheit	EUR Cautious Allocation - Global	-0,85	-1,61	2,04	1,70	3,28
Multi Asset Comfort	EUR Cautious Allocation - Global	-1,07	-1,75	0,57	0,67	0,99
Tikehau Income Cross Assets C	EUR Flexible Allocation - Global	-1,60	-1,81	3,75	1,50	6,79
DekaSelect: Konservativ	EUR Cautious Allocation	-1,03	-1,90	0,69	0,70	1,32
MPF Andante	EUR Flexible Allocation - Global	-1,13	-1,90	1,90	1,54	3,62
Crédit Mutuel Substance A/I	EUR Cautious Allocation	-1,07	-2,00	1,21	1,32	2,42
HSBC Trinkaus Strategie Substanz	EUR Moderate Allocation	-1,15	-2,05	0,87	1,13	1,79
Salus Alpha Special Situations R EUR	EUR Moderate Allocation	-1,55	-2,15	1,66	1,05	3,58
CSR Ertrag Plus	EUR Moderate Allocation - Global	-1,63	-2,22	1,38	1,09	3,06
MFS Meridian Prudent Wealth IH1 EU	EUR Aggressive Allocation - Global	-1,90	-2,22	2,22	1,12	4,94
ÖkoWorld² ÖkoVision® Garant 20 C	EUR Flexible Allocation	-1,16	-2,25	0,42	0,75	0,95

Quelle: Euroswitch, Morningstar, Stichtag 30.09.2016. Die aufgeführten Werte beziehen sich auf die Vergangenheit und sind kein zuverlässiger Indikator für zukünftige Ergebnisse. Die Top 20 bezieht sich auf ein im Text definiertes Universum von 3400 Fonds.

Die Sortierung derselben mehr als 3400 Fonds nach der Calmar Ratio in Tabelle 3 liefert erwartungsgemäß bis auf fünf Ausnahmen andere Namen als die in Tabelle 2 aufgeführten Fonds.

Tabelle 3: Top 20 Fonds (nach Calmar Ratio)

Fondsname	Global Investment Fund Sector (GIFS)	Average Draw-down 2013-10-01 to 2016-09-30 Base Currency	Max Drawdown 2013-10-01 to 2016-09-30 Base Currency	Calmar Ratio 2013-10-01 to 2016-09-30 Base Currency	Sharpe Ratio 3 Yr (Qtr-End) Risk Currency	Total Ret Annlzd 3 Yr (Qtr-End) Base Currency
Tikehau Income Cross Assets C	EUR Flexible Allocation - Global	-1,60	-1,81	3,75	1,50	6,79
Crocodile Capital 1 Global Focus A	EUR Aggressive Allocation - Global	-6,51	-8,84	3,68	1,37	32,58
DWS Rendite (Medium)	EUR Cautious Allocation	-0,64	-0,79	3,67	2,22	2,90
Nordea-1 Stable Return BI EUR	EUR Moderate Allocation - Global	-1,60	-2,53	3,08	1,91	7,78
Squad Capital - Squad Growth	EUR Aggressive Allocation	-5,01	-6,72	2,67	1,60	17,94
JPM Global Macro Balanced X (acc) EU	EUR Cautious Allocation - Global	-2,39	-2,90	2,45	1,51	7,10
WHC Global Discovery	EUR Moderate Allocation - Global	-2,97	-4,87	2,23	1,72	10,88
MFS Meridian Prudent Wealth IH1 EU	EUR Aggressive Allocation - Global	-1,90	-2,22	2,22	1,12	4,94
Jyske Invest Stable Strategy EUR	EUR Cautious Allocation - Global	-1,64	-2,57	2,13	1,67	5,49
DJE - Zins & Dividende XP (EUR)	EUR Moderate Allocation - Global	-3,43	-4,90	2,13	1,45	10,44
FOS Performance und Sicherheit	EUR Cautious Allocation - Global	-0,85	-1,61	2,04	1,70	3,28
AF Value Invest UI	EUR Aggressive Allocation - Global	-2,84	-4,42	2,00	1,30	8,85
ZukunftsPlan IV	EUR Flexible Allocation	-0,82	-1,58	1,91	1,64	3,01
Sycomore Partners I	EUR Flexible Allocation	-2,75	-3,99	1,86	1,56	7,40
Oppenheim Global-Invest	EUR Flexible Allocation - Global	-2,57	-4,80	1,85	1,40	8,90
Sycomore Allocation Patrimoine I	EUR Moderate Allocation - Global	-2,69	-4,02	1,85	1,52	7,43
BHF Rendite Portfolio FT	EUR Cautious Allocation - Global	-0,97	-1,43	1,77	1,65	2,54
Allianz Dynamic Multi Asset Strat 151€	EUR Cautious Allocation	-2,31	-4,51	1,74	1,82	7,85
Trojan Feeder (Ireland) O GBP Inc	EUR Flexible Allocation - Global	-2,70	-4,17	1,74	0,79	7,25
DWS Dynamic Opportunities FC	EUR Aggressive Allocation - Global	-5,19	-7,61	1,71	1,30	13,03

Quelle: Euroswitch, Morningstar, Stichtag 30.09.2016. Die aufgeführten Werte beziehen sich auf die Vergangenheit und sind kein zuverlässiger Indikator für zukünftige Ergebnisse. Die Top 20 bezieht sich auf ein im Text definiertes Universum von 3400 Fonds.

Backtest

Dass die Orientierung an Maximum Drawdown und Calmar Ratio bei der Fondsauswahl sinnvoll sein kann, zeigt der Backtest. Hier verglichen wir über einen Zeitraum von drei Jahren ein Buy and Hold-Portfolio der zehn Fonds mit den besten Maximum-Drawdown-Werten mit dem sogenannten „naiven“ Vergleichsindex, der als anspruchsvoll gilt und Aktien, Renten, Geldmarkt und Gold gleichgewichtet repräsentiert – sowie ein Portfolio der zehn Fonds mit den besten Calmar-Ratio-Werten gegenüber demselben Index. Unsere Annahme, dass das *Top 10 Calmar Ratio*-Portfolio einen besseren Ertrag erwirtschaften würde, bestätigte sich ebenso wie unsere Annahme, dass das *Top 10 Maximum Drawdown*-Portfolio ruhiger verlaufen würde. Dies veranschaulicht abschließend die Risiko-Rendite-Grafik.

Grafik 1: Performance Top10 Calmar Ratio und Benchmark im Vergleich



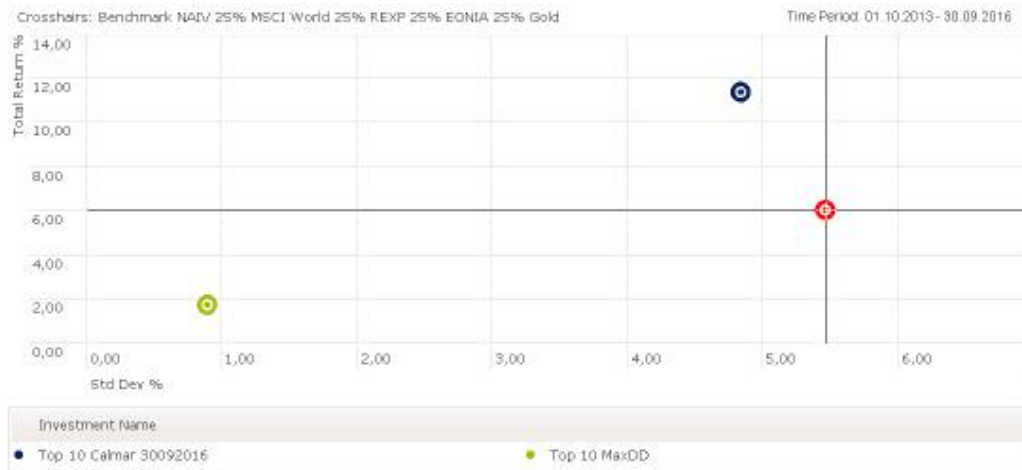
Quelle: Morningstar, Stand: 30.09.2016. Die Wertentwicklung bezieht sich auf die Vergangenheit und ist kein zuverlässiger Indikator für zukünftige Ergebnisse. Die Top 10 bezieht sich auf ein im Text definiertes Universum von 3400 Fonds.

Grafik 2: Performance Top10 Maximum Drawdown und Benchmark im Vergleich



Quelle: Morningstar, Stand: 30.09.2016. Die Wertentwicklung bezieht sich auf die Vergangenheit und ist kein zuverlässiger Indikator für zukünftige Ergebnisse. Die Top 10 bezieht sich auf ein im Text definiertes Universum von 3400 Fonds.

Grafik 3: Volatilität und Rendite verschiedener Portfolien im Vergleich



Quelle: Morningstar, Stand: 30.09.2016. Die Wertentwicklung bezieht sich auf die Vergangenheit und ist kein zuverlässiger Indikator für zukünftige Ergebnisse.

Bitte nicht vergessen: Auch hier gilt, genauso wenig wie vergangene Erträge eines Fonds für die Zukunft garantiert sind, lassen sich auch Risikomaße nicht aus der Vergangenheit in die Zukunft extrapolieren. Backtests machen ausschließlich Aussagen über die Vergangenheit, und Anlagen über mehrere Fonds können helfen, das Risiko zu mindern.

Uns war es bei dem Backtest darum gegangen, die Validität der von uns beschriebenen Kennziffern als Arbeitsmittel für die Fondsauswahl zu veranschaulichen. Sollten Sie Fragen haben, stehen wir Ihnen gerne beratend zur Seite.

Ihr,

Michael Klimek

E-Mail: mklimek@klimek-advisors.com

Tel.: +49 069 339978-14

Disclaimer: Verfasst am 14.10.2016. Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und kann eine individuelle Anlageberatung nicht ersetzen. Dieses Dokument stellt keine Werbung von Wertpapierdienstleistungen oder Produkten, keine Wertpapieranalyse und keine Kaufs- und Verkaufsempfehlung dar. Die Daten, Kommentare und Analysen in diesem Dokument geben die Meinung von Klimek Advisors Fund Consulting GmbH zu Märkten und ihren Trends wieder. Dabei stützt sich Klimek Advisors Fund Consulting GmbH auf seine eigene Expertise, Wirtschaftsanalysen und Informationen, die zu diesem Zeitpunkt zur Verfügung standen. Die in diesem Dokument gemachten Angaben stellen in keiner Weise ein Versprechen oder eine Garantie von Klimek Advisors Fund Consulting GmbH dar. Jedes Investment beinhaltet spezifische Risiken. Alle potenziellen Anleger müssen vorbereitende Maßnahmen ergreifen und eine fachkundige Beratung einholen, um sich unabhängig von Klimek Advisors Fund Consulting GmbH eine eigene Meinung über die Eignung einer solchen Anlage hinsichtlich ihrer Vermögenslage zu bilden. Sofern Aussagen über Marktentwicklungen, Renditen oder Kursgewinne getätigt werden, stellen diese lediglich Prognosen dar, für deren Eintritt keine Haftung übernommen wird. Insbesondere sind frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.