

# SAUREN

FONDS-SERVICE AG

## Studie: Zeitenwende bei Mischfonds

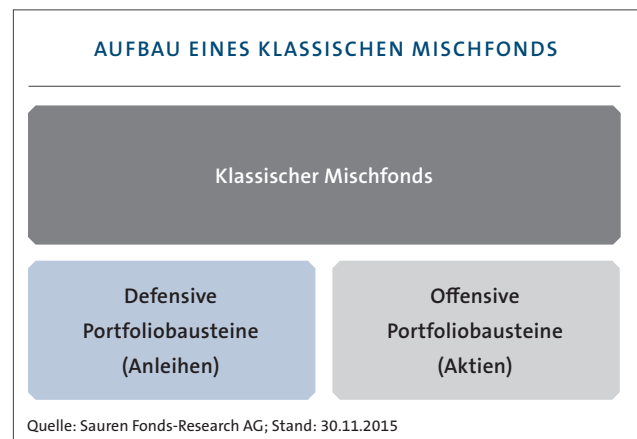
## Editorial

In den letzten Jahren ist die Bedeutung klassischer Mischfonds im Markt kontinuierlich gestiegen. Im laufenden Jahr konnten Mischfonds über 50 % der Nettomittelzuflüsse in Publikumsfonds auf sich vereinen. Die Bestände in Mischfonds haben erstmals die in Rentenfonds angelegten Gelder übertroffen. Diese Studie beleuchtet die Entwicklung klassischer Mischfonds zum heutigen Favoriten der Anleger und die Hoffnungen und Erwartungen, die mit diesen Fonds verknüpft sind. Klassische Mischfonds bieten den Anlegern eine gestreute Anlage und verbinden damit in den meisten Fällen das Versprechen einer aktiven Steuerung der Investitionen zwischen Anleihen und Aktien. Die Anlageergebnisse der Fonds erscheinen im Rückblick durchaus attraktiv. Anleger sollten aus den Ergebnissen der Vergangenheit jedoch keine Erwartungshaltung für die Zukunft ableiten.

Klassische Mischfonds haben vom Rückenwind der allgemeinen Marktentwicklung profitiert. Die Kursanstiege am Anleihenmarkt durch sinkende Kapitalmarktzinsen und die positive Aktienmarktentwicklung waren die Basis des Erfolgs. Zur relativ stabilen Wertentwicklung trug zudem die günstige Korrelation von Anleihen und Aktien in den zurückliegenden Jahren bei. Etwaige Verluste der einen Anlageklasse konnten durch Wertgewinne der anderen Anlageklasse gemildert oder sogar ausgeglichen werden. Für eine Einschätzung der zukünftigen Entwicklung lässt sich die Vergangenheit aber nicht einfach fortschreiben. Angesichts niedriger Zinsen und nicht prognostizierbarer Aktienmärkte scheint eine Zeitenwende bei klassischen Mischfonds gekommen. Erste Hinweise auf das geänderte Marktumfeld lassen sich bereits seit April 2015 am Markt erkennen.

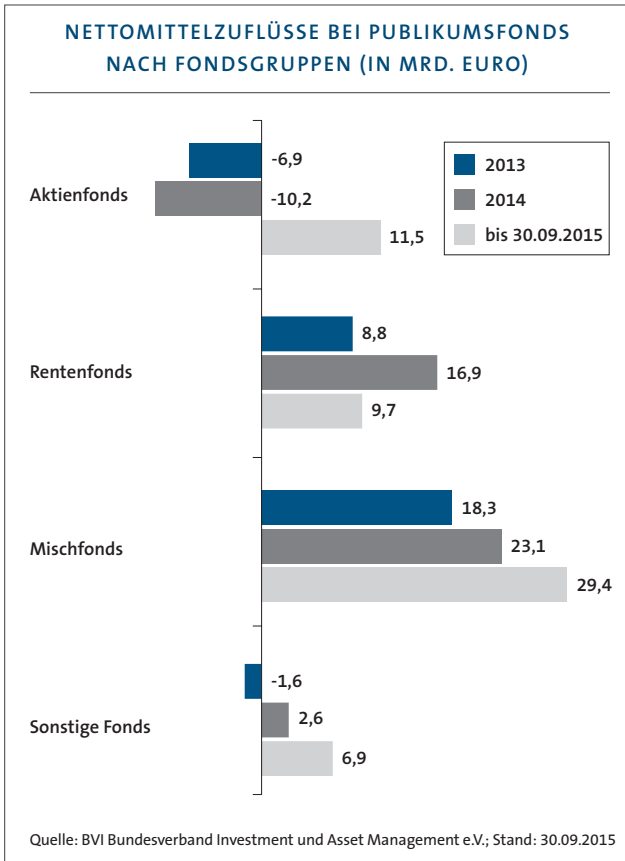
## Klassische Mischfonds – ein Liebling der Investoren

Das Portfolio klassischer Mischfonds beruht traditionell auf den beiden Säulen Anleihen und Aktien. Abhängig vom angestrebten Rendite/Risiko-Profil als konservativer, ausgewogener oder dynamischer Mischfonds variiert die Gewichtung defensiver Portfoliobausteine (zumeist Anleihen) und offensiver Portfoliobausteine (zumeist Aktien).



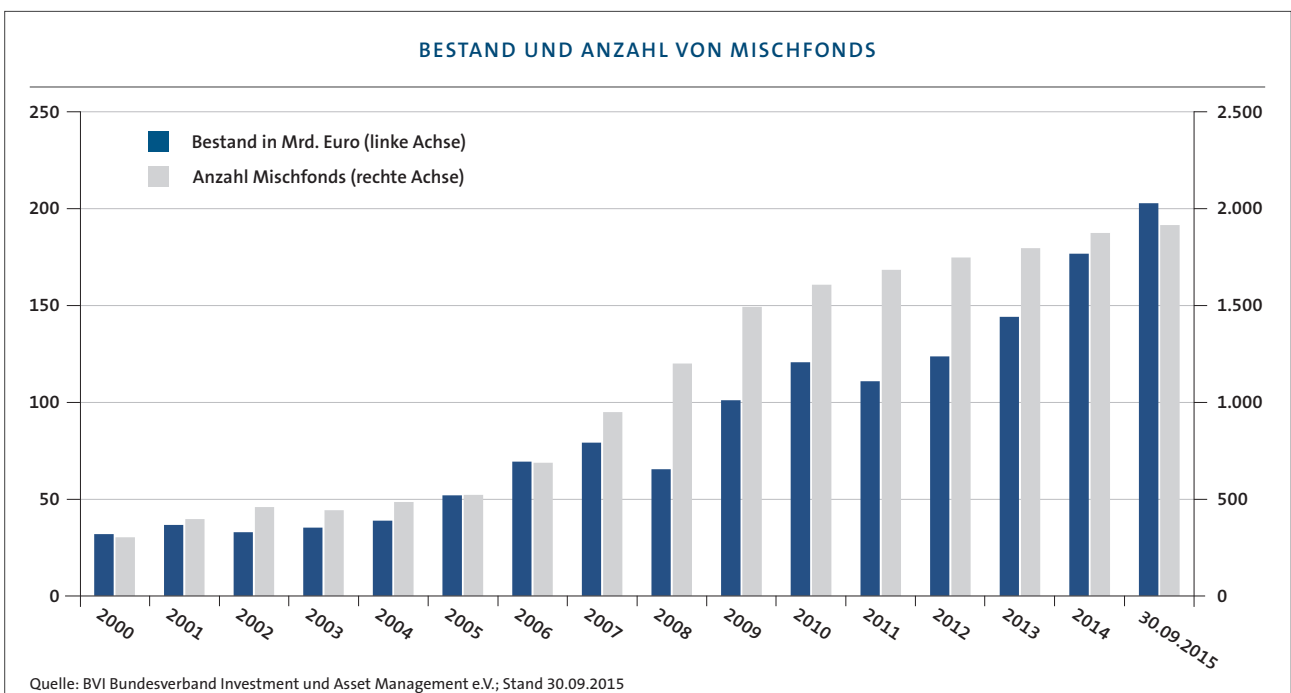
In den letzten Jahren haben sich Mischfonds zum Favorit der Anleger entwickelt. Wie die Grafik auf der nächsten Seite zeigt, konnten Mischfonds im laufenden Jahr 2015 – wie bereits zuvor in den Jahren 2013 und 2014 – laut dem Branchenverband BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V. über 50 % der Nettomittelzuflüsse in Publikumsfonds im deutschen Markt auf sich vereinen. Mit dem Volumenwachstum der jüngeren Vergangenheit überstieg der Bestand der in Mischfonds investierten Anlegergelder im Jahr 2015 erstmals das in Rentenfonds investierte Volumen.

Wenngleich die Fonds insbesondere in den letzten Jahren große Popularität gewonnen haben, ist das



Konzept klassischer Mischfonds nicht neu. Der erste Mischfonds in Deutschland wurde bereits im August 1950 unter dem Namen Fondra (Fonds für Renten und Aktien) von der Fondsgesellschaft ADIG (heute aufgegangen in Allianz Global Investors) aufgelegt. Während Mischfonds zunächst eher ein Nischendasein führten, wurden insbesondere im zeitlichen Umfeld der Finanzkrise zahlreiche Mischfonds bzw. vermögensverwaltende Fonds neu aufgelegt. Wie die untenstehende Abbildung zeigt, konnten Mischfonds in den letzten Jahren hohe Mittelzuflüsse verzeichnen.

Die negativen Erfahrungen in der Finanzkrise und die Wertentwicklungsergebnisse einzelner Mischfonds bzw. vermögensverwaltender Fonds in den letzten Jahren führten dazu, dass viele Anleger und Berater die Entscheidung über die Vermögensallokation zwischen Anleihen und Aktien nicht mehr selbst wahrnehmen wollten, sondern sie lieber auf Fondsmanager übertrugen.



### **Eine Hoffnung: Mehrwerte durch Titelselektion**

Eine Hoffnung der Anleger und Berater ist zum einen, dass der Fondsmanager durch die Auswahl der richtigen Anleihen und Aktien (Titelselektion) einen Mehrwert erzielen kann. Historisch betrachtet können aber nur die wenigsten Fondsmanager diese Hoffnung erfüllen. Für Mischfonds kommt hinzu: Der Fondsmanager eines Mischfonds ist ein Generalist, der sowohl Anleihen als auch Aktien betrachten muss. Beim Versuch, Mehrwerte zu erzielen, tritt er gegen andere Generalisten, aber auch gegen Spezialisten im Markt an, die auf einzelne Anlageklassen fokussiert sind. In der Praxis schaffen es nur die wenigsten Mischfondsmanager, Mehrwerte durch die gezielte Titelselektion zu erreichen.

### **Eine weitere Hoffnung: Erfolgreiches Markt-Timing**

Zum anderen wünschen sich Anleger und Berater bei der Investition in einen Mischfonds, dass der Fondsmanager durch erfolgreiche Veränderungen in der Allokation zwischen Anleihen und Aktien im Zeitablauf Mehrwerte erzielt (Markt-Timing). Die Idealvorstellung ist es, in Phasen steigender Märkte an den Wertzuwächsen zu partizipieren, bei Marktrückgängen jedoch größere Verluste zu vermeiden. Dazu müsste der Fondsmanager nicht nur den richtigen Zeitpunkt zum Ausstieg aus einem Markt, sondern auch zum Wiedereinstieg treffen. Für einen dauerhaften Erfolg wäre dieses Kunststück vom Fondsmanager nicht nur einmalig, sondern immer wieder im Zeitablauf zu meistern. Dies erscheint bei realistischer Betrachtung kaum möglich. Die Marktentwicklung spiegelt die Einschätzung unzähliger Anleger rund um die Welt wider, die sich tagtäglich mit der Entwicklung der beiden bedeutenden Anlageklassen Anleihen und Aktien befassen, und lässt sich

insofern kaum prognostizieren. Die nachfolgend dargestellten skeptischen Aussagen zahlreicher langfristig erfolgreicher Investmentlegenden zum Thema Markt-Timing belegen dies.

#### **Investment-Legenden zum Thema Markt-Timing:**

*„Wenn ich irgendetwas im Laufe dieser 60 Jahre an der Wall Street bemerkt habe, ist es, dass es den Leuten nicht gelingt vorauszusagen, was mit der Aktienbörse geschehen wird.“ (Benjamin Graham)*

*„Ich frage nie, ob der Markt nächstes Jahr hoch- oder runtergehen wird. Ich weiß, dass es niemanden gibt, der mir das erzählen kann.“ (Sir John Templeton)*

*„Sogar jetzt glauben Charlie [Charlie Munger] und ich weiterhin, dass kurzfristige Marktprognosen Gift sind und an einem sicheren Ort weggeschlossen werden sollten, fern von Kindern und auch von Erwachsenen, die sich am Markt wie Kinder benehmen.“ (Warren Buffett)*

*„Es wurde mehr Geld mit den Vorbereitungen auf oder der Vorhersehung von Marktkorrekturen verloren, als in den Marktkorrekturen selbst.“ (Peter Lynch)*

Diese Skepsis gegenüber der Möglichkeit eines dauerhaft erfolgreichen Markt-Timings lässt sich rechnerisch anhand der historischen Entwicklung ausgewogener Mischfonds im Vergleich zu einer Investition in ein statisches Portfolio aus 50 % Anleihen und 50 % Aktien eindeutig belegen (siehe Kasten „Ist Markt-Timing ein Märchen?“). Die Schwierigkeit eines erfolgreichen Markt-Timings über einen längeren Zeitraum zeigt sich häufig auch in der Entwicklung einstiger Anlegerfavoriten und den regelmäßigen Wechseln dieser Favoriten. Auf Grund ihrer Ergebnisse sind sie zeitweise in den Fokus der Marktteilnehmer gerückt. Bei Veränderungen der Marktbedingungen können sie jedoch nicht mehr an die Erfolge der Vergangenheit anknüpfen<sup>1</sup>.

1 Morningstar, „Vorsicht, Investmentmythen: Große Fonds sind gute Fonds“, 24.11.2014, <http://www.morningstar.de/de/news/131636/PrintArticle.aspx>; Stand: 30.11.2015

## „Ist Markt-Timing ein Märchen?“

Bereits im Jahr 2008 wurde dem Thema Markt-Timing im Buch „Das Sauren Fonds-Konzept“ ein Kapitel gewidmet. An verschiedenen Beispielen wurden dort Argumente angeführt, die aufzeigen, dass Markt-Timing kurzfristig vom Glück bestimmt wird und langfristig keine nachhaltigen Erfolge nachgewiesen werden können.

Ein Rechenbeispiel beschäftigt sich mit den Erfolgen von Mischfonds beim Markt-Timing. Anhand historischer Wertentwicklungsdaten eines ausgewogenen 50/50-Portfolios aus Rentenfonds und Aktienfonds im Vergleich zu der Wertentwicklung ausgewogener Mischfonds wird dort aufgezeigt, dass die Mischfonds nicht annähernd in der Lage waren, mit den Ergebnissen des 50/50-Portfolios mithalten. Die Beispielrechnung aus dem Buch ist hier mit aktuellen Zahlen per

31. Oktober 2015 aus der Wertentwicklungstatistik des BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V. neu aufbereitet. Am Ergebnis hat sich nichts geändert: Die Möglichkeit, die Allokation zwischen Anleihen und Aktien flexibel zu steuern, führte zu keinen erhöhten Wertsteigerungen, sondern scheint im Gegenteil Rendite gekostet zu haben. Die aktuellen Ergebnisse der Mischfonds gegenüber dem Vergleichs-Portfolio fallen dabei sogar schlechter aus als im Beispiel aus dem Jahr 2007, das im Buch dargestellt ist. Die stark angestiegene Popularität von Mischfonds in den letzten Jahren scheint also vor allem auf den Rückenwind der allgemeinen Marktentwicklung und nicht auf die Managerleistungen zurückzuführen zu sein.

Siehe auch „Das Sauren Fonds-Konzept“, 1. Auflage 2008, Kapitel 7 abrufbar unter [www.zinsfalle.com](http://www.zinsfalle.com)

### WERTENTWICKLUNG AUSGEWOGENER MISCHFONDS IM VERGLEICH ZU EINEM 50/50-PORTFOLIO AUS AKTIEN- UND ANLEIHENFONDS

Zeitraum	Rentenfonds Corporate Bonds	Aktienfonds Europa	Portfolio aus 50 % Rentenfonds Corporate Bonds und 50 % Aktienfonds Europa	Mischfonds ausgewogen	Differenz
im lfd. Jahr	0,9 %	13,4 %	7,1 %	3,0 %	4,1 %
über 1 Jahr	1,4 %	16,6 %	9,0 %	4,5 %	4,5 %
über 3 Jahre	12,3 %	45,2 %	28,8 %	15,0 %	13,8 %
über 5 Jahre	25,4 %	49,9 %	37,7 %	18,5 %	19,2 %
über 10 Jahre	48,9 %	55,4 %	52,2 %	32,3 %	19,9 %

Die Wertentwicklung ausgewogener Mischfonds wurde über die BVI Kategorie Mischfonds ausgewogen, europäische Währungen/Europa dargestellt.

Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Die Fonds weisen auf Grund ihrer Zusammensetzung und des möglichen Einsatzes von Derivaten erhöhte Wertschwankungen auf, d. h. die Anteilepreise können auch innerhalb kurzer Zeiträume erheblichen Schwankungen nach oben und nach unten unterworfen sein.

Quellen: BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V., Sauren Fonds-Research AG; Stand: Oktober 2015

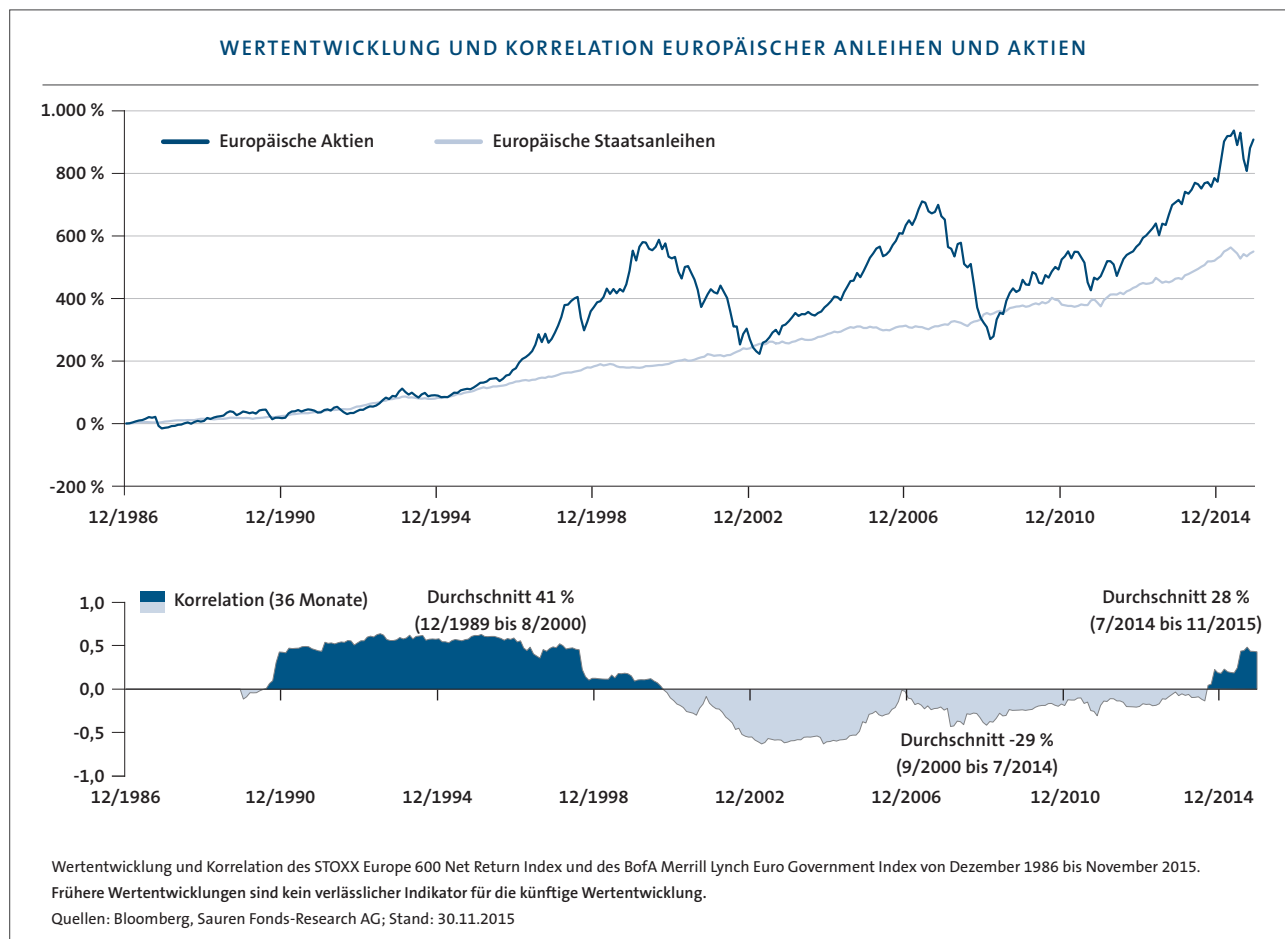


## Klassische Mischfonds – Profiteure der Marktentwicklung

In den Jahren seit der Finanzkrise profitierten klassische Mischfonds vom positiven Trend der beiden wichtigsten Märkte. Der Anleihenmarkt verzeichnete auf Grund immer tiefer sinkender Zinsen deutliche Kursgewinne. Gleichzeitig erreichte der globale Aktienmarkt in den vergangenen sieben Jahren neue Höchststände. Klassische Mischfonds konnten in diesem für sie idealen Marktumfeld attraktive Wertzuwächse erzielen. Zu der aus Anlegersicht erfreulich stabilen Entwicklung der letzten Jahre trugen nicht nur die Wertsteigerungen der Anleihenmärkte und Aktienmärkte bei, sondern auch das Verhältnis beider Märkte zueinander.

### Eine vorteilhafte Wechselwirkung

Die zumeist gegenläufige Entwicklung von Staatsanleihen hoher Bonität und Aktien wirkte sich in der Vergangenheit positiv für Mischfonds aus. Durch diese negative Wechselbeziehung (Korrelation) standen in den vergangenen etwa 15 Jahren Wertentwicklungsrückgängen bei Anleihen oder Aktien größtenteils Wertsteigerungen der jeweils anderen Anlageklasse gegenüber. Klassische Mischfonds und vermögensverwaltende Fonds profitierten davon durch eine Verstärkung der Wertentwicklung – unabhängig von der Managerleistung. Der untenstehende Chart



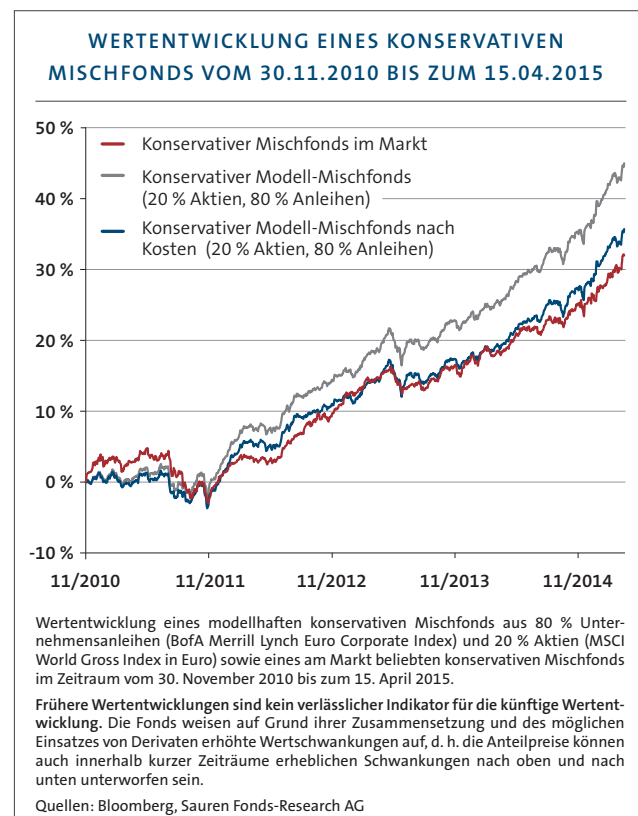
veranschaulicht die Entwicklung der Korrelation europäischer Staatsanleihen (gemessen am BofA Merrill Lynch Euro Government Bond Index) und europäischer Aktien (gemessen am STOXX Europe 600 Net Return Index) im Zeitablauf.

Ein Blick auf die längerfristige Entwicklung im Chart zeigt jedoch auch, dass die negative Korrelation nicht als gegeben betrachtet werden kann. Vielmehr war über viele Jahre hinweg auch eine positive Korrelation von Anleihen und Aktien zu beobachten – so beispielsweise im Zeitraum von Dezember 1989 bis August 2000. Bemerkenswert erscheint dabei, dass die seit vielen Jahren existierenden klassischen Mischfonds ihre Popularität erst steigern konnten, als eine negative Korrelation positive Marktbedingungen setzte. Dagegen spielten klassische Mischfonds vor der Jahrtausendwende nach einem langen Zeitraum mit positiver Korrelation zwischen Anleihen und Aktien nahezu keine Rolle im Markt. Dies legt den Schluss nahe, dass die klassischen Mischfonds einen Teil ihrer heutigen Popularität auch der günstigen Korrelation von Anleihen und Aktien in der jüngeren Vergangenheit verdanken. Die jüngst wieder in den positiven Bereich gedrehte Korrelation kann vor diesem Hintergrund als nachteilig für die zukünftige Entwicklung klassischer Mischfonds beziehungsweise vermögensverwaltender Fonds betrachtet werden.

### Eine positive Vergangenheit

In der Vergangenheitsbetrachtung war eine Investition in klassische Mischfonds für Anleger erfreulich. Die modellhafte Darstellung eines konservativen Mischfonds zeigt, wie stark klassische Mischfonds von der Marktentwicklung in den letzten Jahren profitieren konnten. Im Beispiel wird eine Portfolioaufteilung von 80 % in Anleihen und 20 % in Aktien unterstellt. Der Anleihenanteil wird durch die Entwicklung europäischer Unternehmensanleihen (gemessen am

BofA Merrill Lynch Euro Corporate Index) dargestellt. Unternehmensanleihen haben insbesondere in der jüngeren Vergangenheit nicht zuletzt auf Grund des noch niedrigeren Zinsniveaus von Staatsanleihen und der damit sinkenden Attraktivität des Segments einen immer bedeutenderen Anteil innerhalb klassischer Mischfonds eingenommen. Der Aktienbereich wird über den Weltaktienindex MSCI World Gross Index in Euro repräsentiert. Es werden Fondskosten von 1,5 % pro Jahr angenommen. Nachfolgend wird die Wertentwicklung des konservativen Modell-Mischfonds in den letzten fünf Jahren in zwei unterschiedlichen Betrachtungszeiträumen dargestellt. Der erste Chart stellt den Zeitraum vom 30. November 2010 bis zum 15. April 2015 dar. In diesem Zeitraum konnte der Modell-Mischfonds basierend auf der Marktentwicklung nach Abzug der Fondskosten einen Gesamtwertzuwachs von 35,7 % erzielen. Dies entspricht einer erfreulichen jährlichen Rendite von 7,2 % p. a.



Im Chart ist ebenfalls die Wertentwicklung eines beispielhaften am Markt beliebten konservativen Mischfonds dargestellt. Der Fonds konnte im gleichen Zeitraum vom 30. November 2010 bis zum 15. April 2015 von der allgemeinen Marktentwicklung profitieren und einen Gesamtwertzuwachs von 31,9 % bzw. eine Rendite von 6,5 % p. a. erzielen. Der Chart zeigt auch, dass der Fonds einen ähnlichen Kursverlauf wie der auf Marktdaten basierende Modell-Mischfonds nach Kosten aufweist, insgesamt aber hinter der Indexentwicklung zurückbleibt. Mehrwerte auf Grund einer erfolgreichen Managerleistung sind somit nicht zu erkennen.

Im April 2015 erreichten sowohl die Anleihemärkte (gemessen am BofA Merrill Lynch Euro Corporate Index) als auch die globalen Aktienmärkte (gemessen am MSCI World Gross Index in Euro)

ihren vorläufigen Höhepunkt und mussten in der Folge deutlichere Wertverluste hinnehmen. Damit verzeichneten beide für Mischfonds zentrale Anlageklassen zwischenzeitlich Wertrückgänge. Der abgebildete Chart stellt die Wertentwicklung für die zuvor dargestellten konservativen Mischfonds vom 15. April 2015 bis zum 30. November 2015 dar.

Der Modell-Mischfonds musste vom 15. April 2015 an, basierend auf der Marktentwicklung von Anleihen und Aktien, Wertrückgänge hinnehmen. Dieser Entwicklung konnte sich auch der beispielhafte konservative Mischfonds im Markt nicht entziehen. Mehrwerte durch ein erfolgreiches Markt-Timing oder die gezielte Titelselektion sind selbst im Vergleich zu der um Fondskosten reduzierten Marktentwicklung per Saldo nicht erkennbar. Auch wenn über den Gesamtzeitraum der vergangenen fünf Jahre ein absoluter Wertanstieg erzielt werden konnte, hat sich die Erwartungshaltung vieler Anleger nicht erfüllt. Weder durch ein gelungenes Markt-Timing noch durch eine erfolgreiche Titelselektion wurden Mehrwerte erzielt.

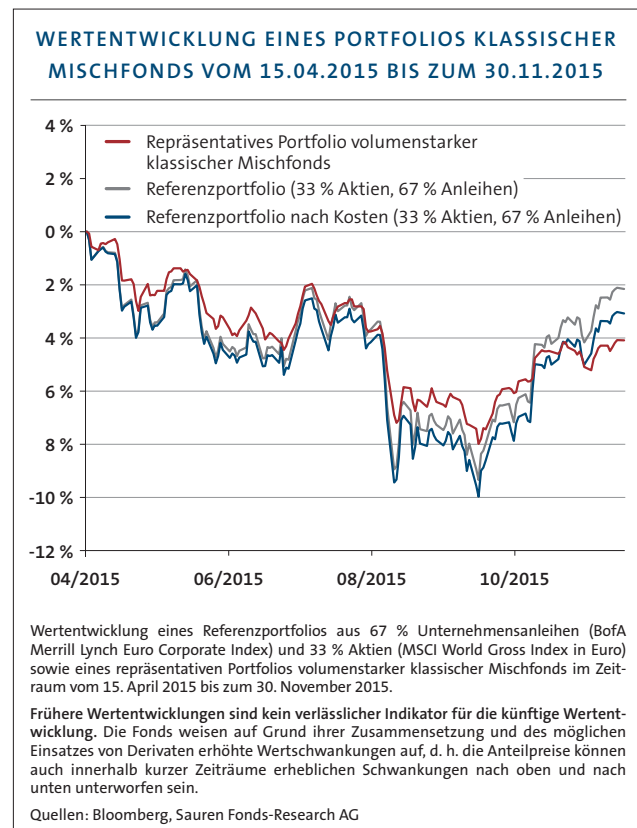
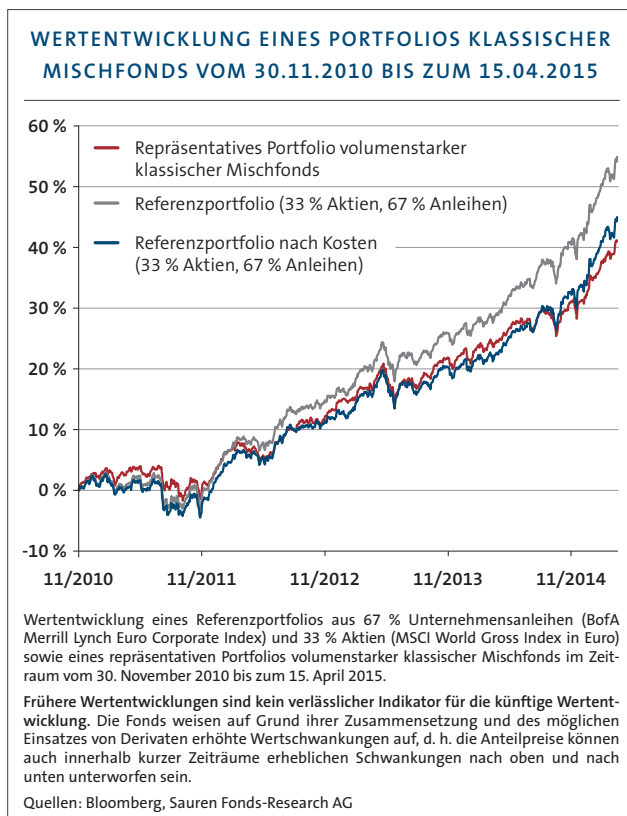
Es mag eingewendet werden, dass es sich um ein Einzelbeispiel handelt, welches keine Rückschlüsse über die Situation klassischer Mischfonds bzw. vermögensverwaltender Fonds im Allgemeinen zulässt. Außerdem lässt sich argumentieren, dass Anleger meist nicht nur in einen einzelnen Mischfonds investieren, sondern ihr Kapital breit über mehrere unterschiedliche Mischfonds bzw. vermögensverwaltende Fonds diversifizieren. Aus diesem Grund wird nachfolgend ein Portfolio populärer klassischer Mischfonds am Markt betrachtet. Als Basis für die Zusammensetzung des Portfolios dient die Studie „Die größten Multi-Asset-Produkte im Crashtest“ von Morningstar vom 10. September 2015, in der die 20 volumenstärksten und damit bei Anlegern populärsten Produkte im Markt aufgelistet werden. Die zehn größten als klassische Mischfonds zu bezeichnenden Produkte mit ausreichender Historie wurden gleichgewichtet





in einem Portfolio zusammengestellt. Diese Fonds finden sich auch in den Depots zahlreicher Anleger wieder, so dass von einem durchaus repräsentativen Portfolio beliebter klassischer Mischfonds gesprochen werden kann. Auf Grund der unterschiedlichen Ausrichtung der Fonds im Hinblick auf Anleihen- bzw. Aktienquote wurde eine durchschnittliche Portfolioaufteilung bestimmt. Die so ermittelte aktuelle Aktienquote von 33 % entspricht in etwa auch der langfristigen durchschnittlichen Aktienquote der Fonds des Portfolios. Der nachfolgende Chart stellt die Wertentwicklung des Portfolios aus zehn klassischen Mischfonds im Vergleich zur Marktentwicklung dar. Zur Abbildung der Marktentwicklung wurde ein Referenzportfolio aus 67 % europäischen Unternehmensanleihen (gemessen am BofA Merrill Lynch Euro Corporate Bond Index) und 33 % globalen Aktien (gemessen am MSCI World Gross Index in Euro) herangezogen. Wie im Beispiel zuvor zeigen

die beiden abgebildeten Charts die Wertentwicklung der vergangenen fünf Jahre unterteilt in die Zeiträume vom 30. November 2010 bis zum 15. April 2015 und vom 15. April 2015 bis zum 30. November 2015.



Es zeigt sich ein ähnliches Bild wie in der vorhergehenden Betrachtung eines einzelnen Fonds. Auch die Wertentwicklung des repräsentativen Portfolios aus volumenstarken klassischen Mischfonds lässt sich weitgehend durch die Marktentwicklung erklären. Dies gilt zum einen für den Zeitraum der positiven Marktentwicklung von Anleihen und Aktien, die in den zurückliegenden Jahren die erfreuliche Entwicklung der klassischen Mischfonds bestimmt hat. Das repräsentative Portfolio volumenstarker klassischer Mischfonds konnte zwar mit dem allgemeinen Marktanstieg um 41,0 % bzw. 8,2 % p. a. deutlich an

Wert gewinnen, blieb im Zeitraum vom 30. November 2010 bis zum 15. April 2015 jedoch hinter der Marktentwicklung von Anleihen und Aktien zurück. Die Erkenntnis, dass die Wertentwicklung des Portfolios allein durch die Marktentwicklung erklärt werden kann, gilt zum anderen aber auch für die jüngere Vergangenheit. Klassische Mischfonds litten unter der negativen Marktentwicklung und mussten in Einklang mit den Märkten Wertverluste hinnehmen. Ein Mehrwert auf Grund von Markt-Timing oder einer gelungenen Titelselektion ist auch hier nicht erkennbar. Die Streuung über mehrere volumenstarke, beliebte und erfolgreiche Fondsprodukte ändert also nichts an den bereits in der Einzelfall-Betrachtung gewonnenen Erkenntnissen. Letztendlich werden klassische Mischfonds von der positiven oder negativen Entwicklung der gleichen Anlageuniversen getrieben: Anleihen und Aktien.

#### ***Klassische Mischfonds profitieren von der Marktentwicklung von Anleihen und Aktien***

*Im Windschatten der Märkte konnten klassische Mischfonds in den letzten Jahren deutliche Wertsteigerungen erzielen. Diese lassen sich jedoch vor allem durch die allgemeine positive Marktentwicklung von Anleihen und Aktien erklären. Eine Managerleistung in Form eines gelungenen Markt-Timings oder der Erzielung von Mehrwerten durch eine erfolgreiche Titelselektion lässt sich in den letzten Jahren nicht erkennen.*

Die Entwicklung im Jahr 2015 und insbesondere ab April zeigt, dass sich auch klassische Mischfonds verständlicherweise einem schwierigeren Marktumfeld nicht entziehen können. Morningstar stellt hierzu in der Analyse vom 10. September 2015 fest: „Die letzten Monate haben die Manager dieser Fonds aber durchaus auf die Probe gestellt, da sowohl

Aktien als auch Anleihen negative Erträge lieferten, was vor allem klassische Aktien-Renten-Mischfonds an ihre Grenzen brachte. Die Wertentwicklung der Fonds in den letzten Monaten könnte Anlegern daher einen Vorgeschmack darauf geben, was sie erwarten könnte, wenn das schwierige Marktumfeld anhält.“

## **Zwischenfazit**

Die absolute Wertentwicklung klassischer Mischfonds in den letzten Jahren ist erfreulich. Angetrieben vom Rückenwind der Märkte konnten die Fonds attraktive Wertsteigerungen erzielen. In diesem Bereich investierte Anleger blicken somit auf erfolgreiche Jahre zurück. Sie sollten jedoch berücksichtigen, dass die Vergangenheitsentwicklung vor allem marktgetrieben war und die Ergebnisse letztendlich von der Entwicklung von Anleihen und Aktien abhängen. Die Wertzuwächse stellen insofern keinen Beleg für die Leistungen der Fondsmanager dar. Häufig wurde kein Mehrwert (Alpha) gegenüber der allgemeinen Marktentwicklung (Beta) erzielt, sondern lediglich von den positiven Marktbedingungen der letzten Jahre profitiert. Für die Frage, ob eine Investition auch aus heutiger Sicht sinnvoll ist und Potenzial für die Zukunft verspricht, muss die heutige Ausgangssituation betrachtet werden.

## **Zeitenwende bei klassischen Mischfonds – Die Zukunft hat keine Vergangenheit**

Die Zeitenwende bei klassischen Mischfonds wird bei einem Vergleich der attraktiven Wertentwicklung der Vergangenheit mit dem sich bei heutigen Marktbedingungen bietenden Zukunftspotenzial deutlich.

Auf der Anleihe­seite haben klassische Misch­fonds vom höheren Zins­niveau der Ver­gangenheit und von Kurs­steigerungen auf Grund des kontinuierlichen Rück­gangs der Zinsen profitiert. Die unten stehende Tabelle zeigt an der Entwicklung des REX Performanceindex im Vergleich zur Entwicklung des REX Kursindex auf, welcher Anteil der Wert­steigerungen auf die Zinserträge und welcher Anteil auf Kurs­steigerungen zurückzuführen ist.

Die Tabelle zeigt deutlich, dass die Höhe der Zins­erträge und ihr Anteil am Gesamtertrag auf Grund der sinkenden Zinsen immer weiter abgenommen haben. So sind in den letzten Jahren die Wert­steigerungen zu großen Teilen auch über Kurs­gewinne erzielt worden. Unabhängig von einer Prognose über die zukünftige Entwicklung der Kapital­markt­zinsen ist offenkundig, dass die Renditen der Ver­gangenheit mit dem aktuellen Zins­niveau als Ausgangspunkt kaum zu erzielen sind. Ohne Kurs­gewinne durch weitere Zins­rückgänge liegt die erzielbare Rendite deutscher Staats­anleihen gemessen an der Umlauf­rendite per 30. November 2015 bei 0,32 % und damit nahe der

historischen Tiefststände. Ein ähnliches Bild zeigt sich bei europäischen Unternehmens­anleihen, deren Rendite gemessen am BofA Merrill Lynch Euro Corporate Index 1,23 % per 30. November 2015 beträgt. Insofern erscheint das Potenzial auf der Anleihe­seite sehr begrenzt und die Rendite einer der beiden tragenden Säulen klassischer Misch­fonds liegt unterhalb der üblicherweise anfallenden Fonds­kosten.

#### Anleihen im Zinstief

Die Erzielung der in der Vergangenheit erreichten Renditen im Anleihenbereich wird zukünftig für Anleger kaum möglich sein. Ohne weitere Zinsrückgänge liegt die erzielbare Rendite deutscher Staatsanleihen gemessen an der Umlaufrendite bei 0,32 %. Europäische Unternehmensanleihen bieten gemessen am BofA Merrill Lynch Euro Corporate Index eine erzielbare Rendite von 1,23 % p. a. vor Kosten.

#### ERGEBNISBEITRÄGE VON ZINSEN UND KURSGEWINNEN BEIM REX PERFORMANCEINDEX

Zeitraum	REX Performanceindex	Zinsanteil	REX Kursindex
11/1967 - 11/2015	6,5 %	5,9 %	0,6 %
11/1975 - 11/2015	6,5 %	5,6 %	0,9 %
11/1985 - 11/2015	5,9 %	4,9 %	1,0 %
11/1995 - 11/2015	5,1 %	3,8 %	1,3 %
11/2005 - 11/2015	4,3 %	2,8 %	1,5 %
11/2010 - 11/2015	3,8 %	1,8 %	2,0 %
11/2012 - 11/2015	2,6 %	1,3 %	1,3 %
Jahr 2014	7,1 %	1,4 %	5,7 %
Jahr 2015*	1,1 %	0,5 %	0,6 %

\*Angabe bis 30. November 2015 – nicht annualisiert

Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Quelle: Bloomberg, Sauren Fonds-Research AG

Der Aktienbereich und dessen zukünftiges Ertragspotenzial für klassische Mischfonds lassen sich nicht prognostizieren. Im langfristigen Mittel erscheint im Aktienbereich ein Wertzuwachs von 6 bis 9 % p. a. bei gleichzeitig hohen Schwankungen in einzelnen Jahren erzielbar. Ohne Prognosen zur zukünftigen Aktienmarktentwicklung treffen zu wollen, sollten Anleger nach einem mittlerweile über nahezu sieben Jahre anhaltenden Aktienmarktanstieg jedoch auch in diesem Markt nicht einfach die positive Vergangenheitsentwicklung fortschreiben. Es werden sicher auch wieder schwierigere und schwankungsstärkere Phasen an den Aktienmärkten zu verzeichnen sein. In einzelnen Jahren sind auch deutliche Verluste möglich.

Das zukünftige Potenzial eines auf den beiden Säulen Anleihen und Aktien beruhenden Portfolios lässt sich abseits von Marktprognosen aus den

derzeitigen Rahmenbedingungen für Anleihen und Aktien ableiten. Als Beispiel wird ein Portfolio mit einer Aufteilung entsprechend des zuvor dargestellten repräsentativen Portfolios volumenstarker klassischer Mischfonds herangezogen, mit einem Anteil von 67 % in Anleihen und 33 % in Aktien.

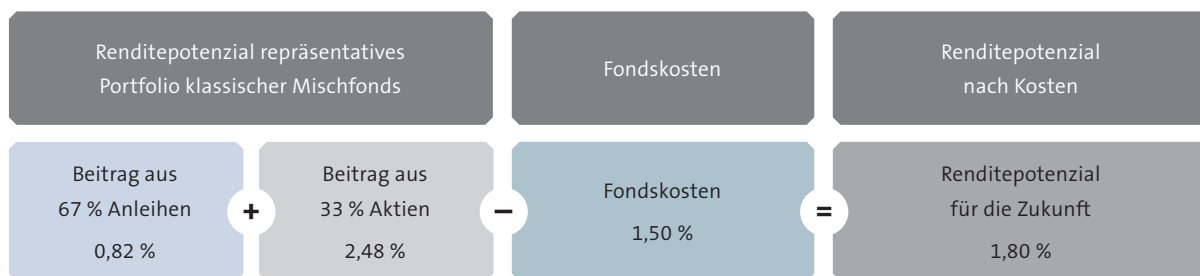
Der Portfolioanteil von 67 % Unternehmensanleihen würde bei der aktuellen Rendite europäischer Unternehmensanleihen von 1,23 % p. a. einen Wertentwicklungsbeitrag von 0,82 % p. a. für das Gesamtportfolio liefern. Unter Annahme einer in der Mitte der langfristig erzielbaren Renditebandbreite von 6 bis 9 % p. a. liegenden Wertsteigerung von 7,50 % p. a. ergibt sich für den Aktienanteil ein Wertentwicklungsbeitrag von 2,48 % p. a. Nach Abzug der Fondskosten hat das repräsentative Portfolio klassischer Mischfonds somit ein Renditepotenzial von 1,80 % p. a. Das bedeutet einen deutlichen Renditeunter-

## Szenario-Analyse bei einem repräsentativen Portfolio klassischer Mischfonds

Das Renditepotenzial eines repräsentativen Portfolios klassischer Mischfonds erscheint im heutigen Marktumfeld begrenzt. Im

Beispiel liegt das Renditepotenzial eines Portfolios mit 67 % Anteil in Unternehmensanleihen bei lediglich 1,80 % p.a.

### RENDITEPOTENZIAL EINES REPRÄSENTATIVEN PORTFOLIOS KLASSISCHER MISCHFONDS



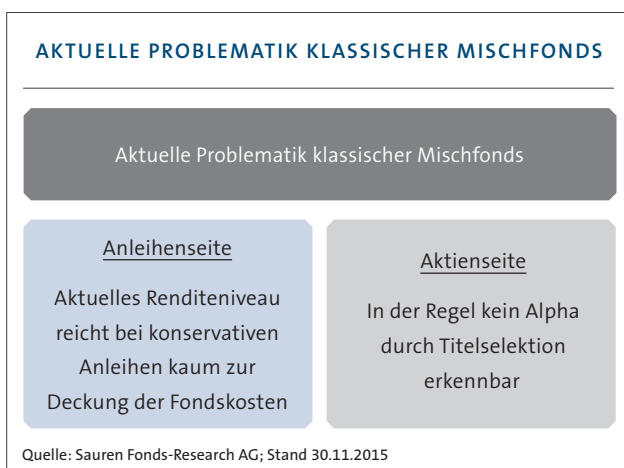
Modellhafte Berechnung des Renditepotenzials eines repräsentativen klassischen Mischfonds aus 67 % Unternehmensanleihen und 33 % Aktien. Für die Anleihen wird die Rendite des BofA Merrill Lynch Euro Corporate Index in Höhe von 1,23 % per Ende November 2015 herangezogen und die Rendite der Aktien wird mit langfristig 7,5 % p.a. angenommen. Es werden Fondskosten von 1,5 % p.a. unterstellt.

Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Datenquelle: Bloomberg, Sauren Fonds-Research AG; Stand: 30.11.2015



schied zu der Wertentwicklung der Vergangenheit. Ein enttäuschendes Ergebnis für Anleger, deren Renditeerwartung von diesen Ergebnissen geprägt ist, wäre vorprogrammiert. Dabei gilt zu beachten, dass das zukünftige Ergebnis nicht ohne ggf. auch ausgeprägtere Marktschwankungen erreichbar sein wird. Auf aktueller Basis erscheinen die Rendite-/Risiko-Perspektiven eines repräsentativen Portfolios klassischer Mischfonds insofern wenig vielversprechend. Die Wertentwicklungen der Vergangenheit werden mit der derzeitigen Ausgangsbasis kaum zu erreichen sein.



Die Entwicklung des Jahres 2015 könnte eine Zeitenwende bei klassischen Mischfonds einläuten. Sie zeigt, dass die Überlegungen nicht nur theoretischer Natur sind, sondern deutliche praktische Auswirkungen haben. So stieg die Rendite europäischer Unternehmensanleihen seit dem 15. April 2015 von 0,85 % auf 1,23 % per 30. November 2015. Gemessen am BofA Merrill Lynch Euro Corporate Index mussten Unternehmensanleihen einen Verlust von 1,46 % hinnehmen. Auch Staatsanleihen verzeichneten ab Mitte April auf Grund des Renditeanstiegs zwischenzeitlich deutlichere Verluste – wie nahezu alle wichtigen An-

**Ausgewogene und dynamische Mischfonds –  
anderes Risiko, gleiche Problematik**

Die dargestellte Problematik gilt in gleicher Weise für Mischfonds mit offensiverem Rendite/Risiko-Profil. Ausgewogene Mischfonds und dynamische Mischfonds agieren grundsätzlich in den gleichen Märkten: Anleihen und Aktien.

Ausgewogene und dynamische Mischfonds werden nach dem Zinsrückgang der Vergangenheit ebenfalls keine nachhaltigen Erträge mehr für die defensive Säule des Portfolios erzielen können. Auch wenn der Anteil von Anleihen am Portfolio niedriger ausfällt, je offensiver die Ausrichtung ist, bleibt festzuhalten: Für den defensiven Teil des Portfolios erhalten die Anleger einen Portfolioanteil in Anleihen, dessen erzielbare Rendite auf dem derzeitigen Renditeniveau europäischer Unternehmensanleihen in der Regel kaum zur Deckung der Fondskosten ausreichen wird. Je dynamischer der klassische Mischfonds ausgerichtet ist, desto ausschlaggebender wird andererseits der Aktienanteil im Portfolio. In der Praxis lassen sich jedoch keinerlei Anzeichen für ein erfolgreiches Markt-Timing zwischen Anleihen und Aktien feststellen. Insofern sollten im Aktienbereich die Erzielung von Mehrwerten und damit die Fähigkeiten der Fondsmanager bei der Aktienselektion in den Blickpunkt rücken. In einem allgemein ansteigenden Marktumfeld wie in den letzten Jahren messen Anleger einer Mehrwerterzielung weniger Bedeutung bei. In einem Umfeld volatilerer und gegebenenfalls schwächerer Aktienmärkte gewinnen diese Mehrwerte aber deutlich an Gewicht. Es gilt, Spezialisten auszuwählen, die über erfolgversprechende Voraussetzungen zur Alpha-Generierung verfügen. Die dargestellten Ergebnisse der Vergangenheit legen allerdings den Schluss nahe, dass der durchschnittliche ausgewogene oder dynamische Mischfonds bisher keine Mehrwerte durch die Aktienselektion erzielt hat.



lageklassen in dieser Marktphase. Dieser Entwicklung konnten sich – wie im weiter vorne dargestellten Chart gezeigt – die klassischen Mischfonds und vermögensverwaltenden Strategien nicht entziehen. Die Entwicklung im Jahr 2015 ist daher auch ein Beleg dafür, dass sich die Vergangenheitsentwicklung nicht fortschreiben lässt. Anleger und Berater sollten immer die aktuelle Ausgangsbasis an den Kapitalmärkten betrachten und ihr Portfolio entsprechend den aktuellen Marktrahmenbedingungen ausrichten. Das Potenzial klassischer Mischfonds erscheint vor diesem Hintergrund begrenzt.

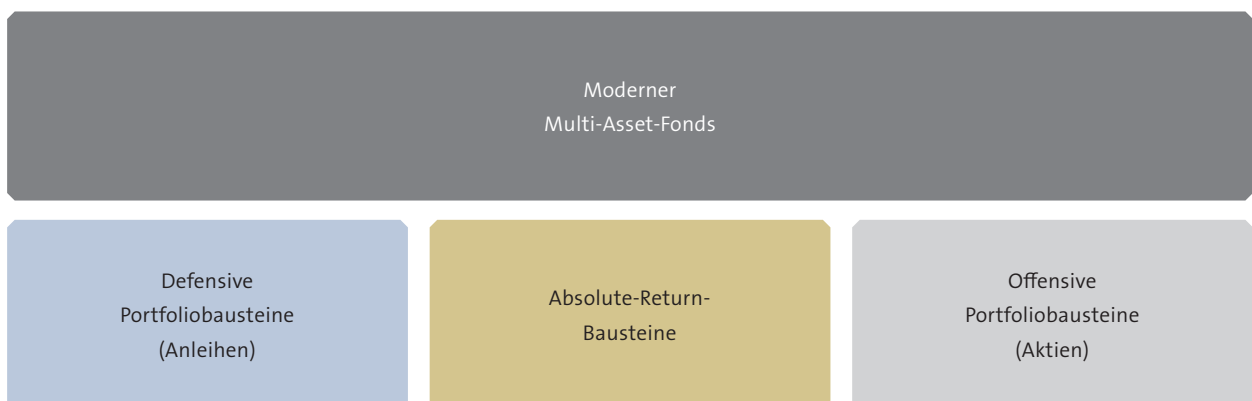
## Vieles spricht für moderne Multi-Asset-Fonds

Das auf den beiden Säulen Anleihen und Aktien beruhende Modell klassischer Mischfonds hat in der Vergangenheit zumindest bis April 2015 funktioniert und gute Ergebnisse erzielt. Für Anleger ist es jedoch entscheidend, sich nicht von der erzielten Entwicklung in der Vergangenheit leiten zu lassen, sondern

das Potenzial für die Zukunft zu hinterfragen. Besser aufgestellt erscheinen moderne Multi-Asset-Fonds, die neben den zwei Säulen Anleihen und Aktien auch eine dritte Säule umfassen: Absolute-Return-Strategien.

Absolute-Return-Strategien stellen auf Grund ihres besonderen Charakters und der marktunabhängigen Orientierung eine wertvolle zusätzliche Säule für fast jedes Portfolio dar. Dies gilt in jeder Marktphase, insbesondere aber im aktuellen Niedrigzinsumfeld, in dem Absolute-Return-Strategien eine attraktive Bereicherung und Ergänzung eines Portfolios bieten. Mit ihrer Hilfe kann die nicht mehr tragfähige Säule im Anleihenbereich und damit das Gesamtportfolio gestützt werden. Absolute-Return-Strategien streben an, möglichst unabhängig von der allgemeinen Entwicklung der Kapitalmärkte einen absoluten Wertzuwachs zu erwirtschaften. Damit grenzen sich diese Fonds von klassischen Fonds ab, deren Zielsetzung darin besteht, durch aktives Management einen Referenzindex zu übertreffen. Solange der klassische Fondsmanager besser als sein Vergleichsindex abschneidet, hat er seinen Auftrag erfüllt. Das gilt selbst dann, wenn der Fonds absolut gesehen an Wert ver-

### AUFBAU EINES MODERNEN MULTI-ASSET-FONDS



Quelle: Sauren Fonds-Research AG; Stand: 30.11.2015

liert. Für die Manager von Absolute-Return-Fonds zählt dagegen unabhängig von den allgemeinen Marktbedingungen nur ein absoluter Wertzuwachs. Das Spektrum der eingesetzten Strategien ist dabei sehr vielfältig. Die Fonds nutzen darüber hinaus alternative Anlageinstrumente, um bei fallenden Kursen positive Erträge erzielen zu können. Auf diese Weise sind gute Fondsmanager dieses Segments auch im derzeitigen Marktumfeld in der Lage, bei überschaubaren Risiken attraktive Erträge zu erzielen.

Es ist jedoch in diesem Bereich wie in jedem anderen wichtig, das Kapital auf eine Vielzahl sorgfältig ausgewählter Strategien und Manager zu verteilen. Gerade Investmentansätze mit absoluten Ertragszielen erfordern eine genaue Analyse und ein tiefgehendes Verständnis der jeweiligen Anlagephilosophie, um vielversprechende Anlageideen zu identifizieren. Dabei kommt der Analyse und dem Erkennen einer echten, erfolgreichen Managerleistung gegenüber einer vor allem von der Marktentwicklung getriebenen Wertsteigerung eine besondere Bedeutung zu. Anders als bei klassischen Fonds, deren Entwicklung im wesentlichen Maße durch die allgemeine Marktentwicklung geprägt ist, hängt die Entwicklung bei Absolute-Return-Fonds vor allem von den Fähigkeiten und Erfahrungen der Fondsmanager ab.

#### **Ein zusätzliches Standbein für mehr Stabilität**

*Absolute-Return-Strategien stellen eine wertvolle Bereicherung für fast jedes Portfolio dar. Sie bieten ein zusätzliches Standbein für mehr Stabilität im Portfolio moderner Multi-Asset-Fonds.*

Die Integration von Absolute-Return-Strategien als Bestandteil eines breit aufgestellten Portfolios kann das Risiko des Gesamtdepots senken und gleichzeitig das Ertragspotenzial steigern. Auf diese Weise bieten Absolute-Return-Strategien ein zusätzliches Standbein für mehr Stabilität im Portfolio.

## **Fazit**

Klassische Mischfonds konnten in der Vergangenheit vom Rückenwind der Märkte profitieren und attraktive Wertzuwächse erzielen. Zur Popularität trug dabei auch die relative Stabilität der Wertentwicklung bei, die sich aus der günstigen Korrelation zwischen Anleihen und Aktien ergab. Das derzeitige Niedrigzinsumfeld im Anleihenbereich und ein verändertes Zusammenspiel von Anleihen und Aktien deuten darauf hin, dass die Entwicklungen im Jahr 2015 erste Schritte zu einer Zeitenwende bei klassischen Mischfonds waren.

Für die Zukunft besser aufgestellt erscheinen moderne Multi-Asset-Fonds, die neben den beiden Säulen Anleihen und Aktien auch Absolute-Return-Strategien als dritte Säule umfassen. Die Beimischung ausgewählter Absolute-Return-Strategien erhöht die Diversifikation und trägt zur Stabilität des Gesamtportfolios bei. Insbesondere im heutigen Marktumfeld stellen moderne Multi-Asset-Fonds eine attraktive Anlage dar.

Die 1991 gegründete Sauren-Gruppe ist heute der führende unabhängige Spezialist für qualitative Fondsanalysen, bei denen die persönlichen Fähigkeiten des Managers im Mittelpunkt stehen. Mit 29 Mitarbeitern und etwa 3,0 Mrd. Euro verwaltetem Vermögen hat sich Sauren einen festen Platz unter den erfolgreichsten Dachfonds-Managern Europas erobert. Die einzigartige personenbasierte Investmentphilosophie ist seit über 20 Jahren bewährt. Die mittlerweile 14 Sauren Dachfonds decken alle wichtigen Anlage-segmente ab und wurden für ihre nachhaltig überdurchschnittliche Performance wiederholt ausgezeichnet. Sauren hat mit dem ersten in Deutschland zugelassenen Dachfonds sowie dem ersten Absolute-Return-Dachfonds der neuen Generation immer wieder eine Pionier-Rolle übernommen – und gehört auch beim Thema „Moderne Multi-Asset-Fonds“ zu den Vorreitern.

**Diese Information dient der Produktwerbung.**

Diese Information stellt kein Angebot und keine Aufforderung zum Kauf von Investmentfondsanteilen dar. Hinweise zu Chancen und Risiken entnehmen Sie bitte dem aktuellen Verkaufsprospekt. Verbindliche Grundlage für den Kauf eines Fonds sind die wesentlichen Anlegerinformationen (KIID), der jeweils gültige Verkaufsprospekt mit den Vertragsbedingungen bzw. dem Verwaltungsreglement/der Satzung, der zuletzt veröffentlichte und geprüfte Jahresbericht und der letzte veröffentlichte ungeprüfte Halbjahresbericht, die in deutscher Sprache kostenlos bei der Sauren Fonds-Service AG, Postfach 10 28 54 in 50468 Köln (siehe auch [www.sauren.de](http://www.sauren.de)), erhältlich sind.

Quellen der in dieser Broschüre enthaltenen Informationen:

Bloomberg, BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V., Morningstar, Sauren Fonds-Research AG

Stand: 30. November 2015