

Ethna-AKTIV E erhält das Rating „Neutral“

Der Mischfonds Ethna-AKTIV E zählt zu den beliebtesten Fonds im deutschsprachigen Raum. Warum wir im Erst-Rating nicht über die Note ‚Neutral‘ hinaus gegangen sind.

Unser Analystenteam hat dem Mischfonds Ethna-Aktiv im qualitativen Morningstar Analyst Rating die Note „Neutral“ gegeben. Wir wollen uns zunächst an der Seitenlinie positionieren. Uns fehlt derzeit noch die Überzeugung, dass sich die guten Ergebnisse der Vergangenheit ohne weiteres in die Zukunft fortschreiben lassen. Unsere Zurückhaltung ist vor allem im pragmatisch gehandhabten Ansatz des Fonds begründet, der den Managern weitgehend freie Hand lässt sowie im starken Anstieg des verwalteten Volumens. Im Folgenden lesen Sie unsere Überlegungen zu einem der beliebtesten Fonds im deutschsprachigen Raum.

Zunächst allerdings der Hinweis: Ein neutrales Rating beinhaltet keine negative Konnotation. Ein neutrales Rating ist dann gerechtfertigt, wenn ein Fonds nicht genügend Anhaltspunkte liefert, dass er in der Lage ist, auf lange Sicht überdurchschnittliche risikoadjustierte Erträge zu erzielen, gleichzeitig aber auch keine gravierenden Mängel aufweist, die ein negatives Rating erfordern würden (lesen Sie mehr zum Rating „Neutral“).

Wir erläutern im Folgenden, wie wir zu unserem Urteil gelangt sind. Dabei folgen wir den fünf Grundpfeilern, auf denen unsere Fonds-Analyse beruht: People (Fondsmanagement), Process (Investmentprozess), Performance, Price (Kosten) und Parent (Fondsgesellschaft). Das Abschneiden eines Fonds in jedem der fünf Pfeiler wird am Ende zu einem Gesamtbild aggregiert, das die Grundlage für unsere Rating-Entscheidung bildet.

Fondsmanagement

Die Fondsmanager sind erfahren. Ihre Stärken liegen in der Asset Allokation und der Identifikation von Investmentthemen. Die Aktienausswahl gehört nicht zu ihren Kernkompetenzen.

Der Fonds wird von drei erfahrenen Managern gelenkt, von denen zwei bereits seit der Auflegung verantwortlich sind. Luca Pesarini, Arnaldo Valsangiacomo und Guido Barthels haben langjährige Erfahrung in verschiedenen Funktionen in der Finanzbranche. Für ihre Marktanalysen stützen sie sich primär auf externes Research von Brokern und Investmentbanken. Auf der Rentenseite unterhält Barthels eine interne Datenbank, die den relativen Vergleich von Anleihen oder deren Emittenten nach Ratingklassen ermöglicht. Zudem wurde ab 2011 begonnen, ein eigenes Analystenteam aufzubauen, das mittlerweile fünf Personen umfasst. Zudem ist laut Angaben des Fondsmanagements die Einstellung eines weiteren Analysten für die Rentenseite angedacht.

Die Aufstellung des Teams macht aufgrund der personellen Ausstattung und Erfahrung kein detailliertes Einzeltitelresearch in der Breite möglich, doch steht dieses künftig auch nicht mehr im Fokus des zunehmend Top-Down-orientierten Prozesses. So sollen stattdessen verstärkt repräsentative Blue-Chip-Werte oder Indexfutures zum Einsatz kommen. Bei der Asset Allokation und der Identifikation von Investmentthemen haben die Fondsmanager bislang ein gutes Marktgespür bewiesen, beispielsweise als sie Mitte 2007 die Aktienquote aufgrund gestiegener Bewertungen stark reduzierten oder Ende 2008 Unternehmensanleihen zu günstigen Preisen einsammelten. Die Aktienselektion gehört allerdings nicht zu den Kernkompetenzen des Teams. So fiel die Wertentwicklung der Aktien im Fonds bislang, vor allem in fallenden Märkten, deutlich schwächer aus als die der Benchmark. Dies konnte jedoch durch die guten Ergebnisse aus der Asset Allokation überkompensiert werden.

Investmentprozess

Die Anlagestrategie lässt den erfahrenen Fondsmanagern große Freiheiten, ist dadurch jedoch auch mit Risiken behaftet. Sie hängt stark von den Top-Down-Entscheidungen des Management-Teams ab.

Der Investmentprozess lässt den Fondsmanagern große Freiheiten, dabei steht bei ihnen jedoch stets die Vermeidung von Verlusten im Vordergrund. Angesichts ihrer langjährigen Erfahrung haben wir deswegen zunächst keine Bedenken. Wesentlicher erscheint uns die Frage, wie die Manager zu ihren Entscheidungen gelangen, d.h. welche Informationen sie einbeziehen, wie sie diese verarbeiten, nach welchen Kriterien sie investieren und wann sie im Gegenzug die Reißleine ziehen.

Top-Down-Entscheidungen, wozu auch das Markttiming gehört, sind bekanntermaßen eine Königsdisziplin mit starken Auswirkungen auf die Performance eines Fonds. Für den Ethna-AKTIV E sind sie ein wesentlicher Treiber, aber auch das Aktien- und Bondpicking spielen

eine Rolle. Währungen werden ebenfalls aktiv gemanagt. Die Aktienquote ist zwar auf 49% des Fondsvolumens beschränkt und lag in der Praxis stets deutlich darunter, das Risiko des Fonds liegt allerdings nicht alleine in der Höhe der Aktienquote begründet. Auf der Rentenseite scheuen sich die Manager nicht, je nach Markteinschätzung mit High-Yield- oder Nachranganleihen deutliche Akzente zu setzen.

Bei dieser Fülle an potenziellen Renditetreibern bzw. Risikoquellen ist es uns wichtig, die Herangehensweise der Manager gut nachvollziehen zu können, um einschätzen zu können, ob der vergangene Erfolg eines Fonds wiederholbar ist. Dies ist beim Ethna-AKTIV E aufgrund der wenig formalisierten Entscheidungsprozesse jedoch nicht ganz einfach. Die Fondsmanager agieren pragmatisch und nutzen Gelegenheiten, wenn sie sich ihnen bieten, trennen sich aber ggfs. auch schnell wieder von ihren Investments. Neben internen Analysen kommt externes Research stark zum Tragen. Das hat zwar in der Gesamtschau bisher gut funktioniert, doch halten wir bei diesem Fonds eine weitere Beobachtungszeit für angebracht, zumal sich die Rahmenbedingungen für die Anlagestrategie durch den massiven Anstieg des verändert haben.

Die Frage der Kapazität

Hohe Fondsvolumina sind mit einer Top-Down-Strategie zwar grundsätzlich besser handhabbar als mit einem rein Bottom-Up-basierten Ansatz, doch sind Einschränkungen beim Anlageuniversum und der Flexibilität nicht auszuschließen. Bis Anfang 2012 spielten beispielsweise Small und Mid Caps noch eine größere Rolle im Aktienanteil des Fonds. Der Anteil an Nebenwerten ist mittlerweile aus Liquiditätsgründen nur noch gering und dürfte künftig für die Performance eine untergeordnete Rolle spielen. Verbliebene Small-Cap-Bestände betrachten die Manager als strategische Positionen. Auch auf der Anleienseite wird der Fonds zunehmend auf Titel mit hohen Emissionsvolumina beschränkt sein. Liquiditätsrisiken werden zudem durch eine breite Streuung, die strategische Kassehaltung von ca. 10% und Investments in sehr liquide Aktien und Anleihen verringert.

Performance

Die Ergebnisse seit 2008 fallen überdurchschnittlich aus. Zu den Hauptperformancetreibern gehörten die Asset Allokation und die Allokation auf der Rentenseite.

Als relevanten Track Record für die Analyse ziehen wir den Zeitraum seit der Prospektänderung bzw. Begrenzung der Aktienquote heran (2007/08): Gegenüber der Morningstar Kategorie ‚Mischfonds EUR defensiv - Global‘ fallen die Ergebnisse überzeugend aus, auch wenn man das überdurchschnittliche Risiko des Fonds gegenüber der Vergleichsgruppe in die Betrachtung miteinbezieht. Das selbstgesteckte Renditeziel der Manager von 5% p.a. mit einer maximalen Standardabweichung von 6% wurde bislang ebenfalls erreicht. Die Länge des maßgeblichen Track Records liegt allerdings mit ca. sechs Jahren noch im mittleren Bereich. Eine detaillierte Aufschlüsselung der Performancequellen (Attribution) wird von den Managern nicht erstellt, doch lässt sich anhand der verfügbaren Daten annäherungsweise ableiten, dass diese sich vorwiegend aus Top-Down-Entscheidungen der Manager speiste. So wurde die Aktienquote beispielsweise Mitte 2007 und Anfang 2011 deutlich gesenkt, wodurch der Fonds vergleichsweise gut durch die Krisenjahre 2008 und 2011 kam. Zudem scheuten sich die Manager in der Vergangenheit nicht, deutliche Akzente im Bereich der Unternehmens- oder Nachranganleihen zu setzen, was den Investoren aufgrund sinkender Risikoaufschläge in den letzten Jahren stark zugutekam und auch dabei half, den zeitweise geringen Aktienanteil (z.B. 2009) und die negativen Ergebnisse aus der Aktienausswahl zu kompensieren.

Anleger sollten allerdings beachten, dass der Kategorie-Index aus 75% Euro-Anleihen und 25% globalen Aktien, den Morningstar zu Vergleichszwecken für die Kategorie ‚Mischfonds EUR defensiv - Global‘ definiert hat, auf Sicht der letzten 3 und 5 Jahre nicht übertroffen wurde. Das gilt für die Mehrzahl der Konkurrenzfonds in dieser Kategorie – nicht zuletzt da diese im Durchschnitt eine Aktienquote unter 25% aufweisen. Nimmt man das Jahr 2008 mit seiner starken Korrekturphase in den Betrachtungszeitraum mit auf, liegt der Fonds gleichauf mit dem Kategorie-Index, da sich damals die deutlich niedrigere Aktienquote positiv bemerkbar machte.

Kosten

Der Fonds gehört zu den teuersten in seiner Kategorie. Kostenvorteile wurden bislang nicht an die Anleger weitergegeben.

Ein Kritikpunkt unsererseits sind die hohen Gebühren: Die fixen Kosten des Ethna-AKTIV E liegen mit 1,82% bereits deutlich über denen vergleichbarer Fonds. Dazu kommt eine relativ hohe Erfolgsgebühr von 20% auf alle Erträge über 5% p.a., die die Gebühren weiter in die Höhe treiben kann. Positiv ist allerdings, dass eine High Watermark angewendet wird. Die Gebührenstruktur blieb trotz des massiven Volumensanstiegs unverändert, so dass Anleger an den dadurch entstehenden Skaleneffekten nicht beteiligt werden. Allerdings sind Gebührenanpassungen bei steigenden verwalteten Geldern auf dem europäischen Fondsmarkt (leider) ohnehin nicht üblich.

Fondsgesellschaft

Insgesamt gibt es positive und negative Punkte. Da wir derzeit Interessenskonflikte auf der Aktienseite nicht ausschließen können, tendieren wir zu einer vorsichtigen Einschätzung.

Ethenea Independent Investors S.A. verwaltet neben dem Ethna-AKTIV E jeweils noch zwei weitere Ableger der Strategie, die sich durch unterschiedlich hohe Aktienquoten auszeichnen und ein deutlich geringeres verwaltetes Vermögen aufweisen. Haupteigentümer von Ethenea ist mit 95% die Haron Holding AG, zu deren Vorstand Luca Pesarini gehört. Die restlichen 5% werden von Arnaldo Valsangiacomo gehalten. Die Fondsmanager sind zudem in die von Ihnen verwalteten Fonds investiert, was dabei hilft, ihre Interessen mit denen der Anleger in Einklang zu bringen. Die Informationspolitik des Hauses ist insgesamt zufriedenstellend. Die Marktkommentare sind sehr ausführlich, doch könnte u.a. die Erläuterung der Performancequellen detaillierter ausfallen. Die Fondsgebühren liegen bei allen Mandaten deutlich über dem Durchschnitt der Konkurrenz. Ein weiterer Kritikpunkt ist, dass der Ethna-AKTIV E Aktien einer Immobiliengesellschaft aus dem Micro-Cap-Segment hält, bei der Fondsmanager Luca Pesarini im Aufsichtsrat sitzt und zudem privat investiert ist. Dies könnte mögliche Interessenkonflikte bergen, so dass wir die Aufgabe des Mandats bzw. die Veräußerung der Aktien begrüßen würden. Luca Pesarini hat uns gegenüber seine Absicht geäußert, das Aufsichtsratsmandat auf Sicht der nächsten 1,5 Jahre aufzugeben.

Fazit

Die integrierte Betrachtung aller Bewertungspfeiler - d.h. die positive Wertung des Fondsmanagements und der Performance, die neutrale Einschätzung des Prozesses und die zurückhaltende Beurteilung im Hinblick auf die Gebühren und die Fondsgesellschaft – hat insgesamt zu einem neutralen Rating des Fonds geführt.

Dies mag angesichts der bisherigen Ergebnisse des Fonds überraschen, doch spiegelt sich das gute vergangene Abschneiden bereits im Morningstar Rating von 5 Sternen wider. Dieses wird rein quantitativ ermittelt und beruht auf Vergangenheitswerten (der risiko- und kostenadjustierten Performance eines Fonds im Vergleich zu anderen Vertretern seiner Kategorie). Mit dem qualitativen Rating versuchen wir abzuschätzen, ob ein Fonds die Vergleichsgruppe auch in Zukunft überflügeln kann. Beim Ethna-AKTIV E fehlt uns dafür aber derzeit noch die Überzeugung, was v.a. in den Unwägbarkeiten des sehr pragmatisch gehandhabten Prozesses und den Veränderungen aufgrund der massiven Steigerung des verwalteten Vermögens begründet ist.

Barbara Claus 24.03.2014