

IM INTERVIEW:

Michael Krauß

Die „Dividende“ der Rohstoffe



Michael Krauß ist Partner und Senior Fondsmanager bei Tresides Asset Management mit Sitz in Stuttgart. Schon im Jahr 2002 war er Mitgründer des weltweit ersten physisch hinterlegten Goldfonds (Aureus Fund, WKN 691208). Inzwischen hat er über 20 Jahre Erfahrung im Management von Rohstoff- und Edelmetallfonds. Im Dezember 2014 hat Tresides den von ihm verwalteten Rohstofffonds Tresides Commodity One (WKN A1W1MH) aufgelegt.

Darin werden Futures auf einen Korb von Rohstoffen gehandelt, wobei eine spezielle Strategie zum Einsatz kommt, die auf Backwardation-Situationen der Terminkurven setzt.

Das Ziel dieses Carry-Ansatzes ist es, Rollgewinne zu vereinnahmen. Unter der Annahme gleich bleibender Terminkurven kann die damit verbundene positive Renditeerwartung als „Dividende“ der Rohstoffe bezeichnet werden. Im Interview sprechen wir über einige Details dieser interessanten Strategie.



Mehr über Tresides erfahren Sie unter
<https://www.tresides.de>

„Die langfristige Performance von Öl-ETCs ist deutlich schlechter als die von physischem Öl selbst.“

TRADERS': WELCHE MÖGLICHKEITEN GIBT ES FÜR ANLEGER, IN DIE ANLAGEKLASSE ROHSTOFFE ZU INVESTIEREN?

Krauß: Im Wesentlichen sehe ich drei Möglichkeiten. Zum einen indirekt über Aktien von Rohstoffunternehmen, etwa Ölkonzerne oder Minenbetreiber. Zum anderen über „passive“ Exchange Traded Commodities (ETCs). Und zum dritten über aktiv gemanagte Fonds, wie unseren Tresides Commodity One.

TRADERS': UNERFAHRENE ANLEGER SETZEN OFT AUF ETCs. IST DIESES INSTRUMENT AUS IHRER SICHT ZU RECHT SO BELIEBT?

Krauß: Hier wird sicherlich angenommen, dass die durchaus positiven Eigenschaften von breit gestreuten ETFs zur Basisanlage im Aktienbereich ebenso auch für Rohstoffe gelten. Doch ganz so einfach ist es leider nicht. Denn Rohstoffe an sich sind physische Investments. Anders als Aktien oder Anleihen, die sich als Wertpapiere problemlos im Depot verstauen lassen, braucht man für Rohstoffe also mehr oder weniger große Lagerkapazitäten.

Für Edelmetalle mögen diese noch recht klein sein, aber für Öl wird es schon teuer. Zudem sind auch nicht alle Rohstoffe unbegrenzt haltbar und können verderben. Um das Lagerproblem zu vermeiden, setzen Wertpapierlösungen wie ETCs deshalb auf Terminkontrakte (Futures), statt die Rohstoffe physisch zu erwerben. Doch daraus ergeben sich wieder ganz eigene Probleme.

TRADERS': WELCHE SIND DAS?

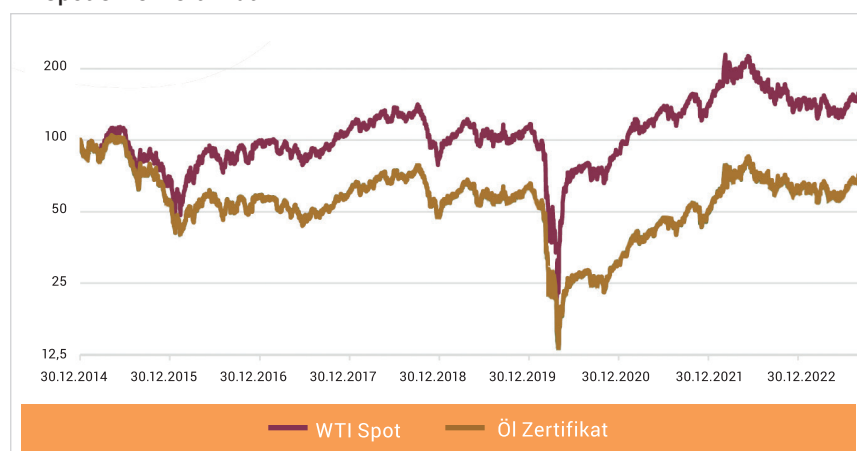
Krauß: ETCs investieren in der Regel in den nächstfälligen Futures-Kontrakt. Aufgrund der begrenzten Laufzeit muss dieser vor Ablauf immer wieder in den nächsten Kontrakt

gerollt werden, um die Position dauerhaft beibehalten zu können. Dabei können Rollgewinne oder Rollverluste entstehen, je nachdem, wie die Terminkurve an dieser Stelle und zu diesem Zeitpunkt verläuft. Dabei entstehen weitaus häufiger Rollverluste als Rollgewinne.

TRADERS': DAS PROBLEM IST ALSO DIE TERMINKURVE?

Krauß: Ganz genau. Da eine steigende Terminkurve (Contango) in der Regel häufiger vorkommt als eine fallende (Backwardation), wird beim Rollen wesentlich häufiger der günstigere Altkontrakt verkauft und der nachfolgende, teurere Future gekauft als umgekehrt. Zwar können durchaus auch längere Backwardation-Situationen auftreten, wie wir es in diesem Jahr bei Öl gesehen haben, was dann entsprechende Rollgewinne bringt. Aber, um bei Öl zu bleiben, hier haben in der Vergangenheit die Rollverluste klar überwogen. Im Ergebnis ist die langfristige Performance von Öl-ETCs deshalb deutlich schlechter als die von physischem „Spot“ Öl selbst.

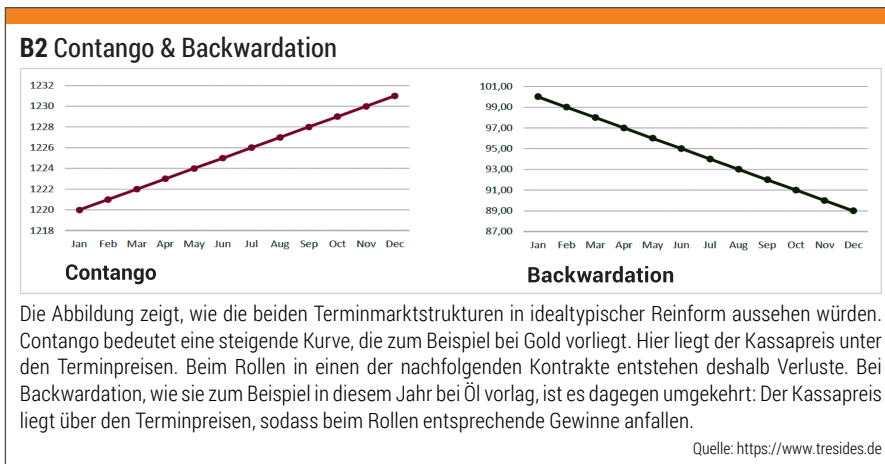
B1 Spot Öl vs. Zertifikat



Die Grafik zeigt die Performance von physischem WTI Spot Öl (obere Linie) sowie WTI Öl über Futures inklusive aller Rollverluste und Rollgewinne als Zertifikat (untere Linie). Logarithmische Darstellung, Zeitraum: 30.12.2014 bis 01.09.2023. Noch schlechter ist die relative Performance des seit dem Jahr 2006 in den USA notierten United States Oil Fund (Kürzel USO).

Quelle: <https://www.tresides.de>

„Unserem Futures-Portfolio liegt ein Ranking der Rohstoffe nach der Höhe ihrer Backwardation zugrunde.“



TRADERS´: BEI IHRER STRATEGIE NUTZEN SIE GENAU DEN GEGENTEILIGEN EFFEKT UND SETZEN AUF BACKWARDATION-SITUATIONEN, UM SYSTEMATISCH ROLLGEWINNE ZU VEREINNAHMEN, DIE SOGENANNT „DIVIDENDE“ DER ROHSTOFFE. WIE SIEHT DABEI IHR GROBER ANSATZ AUS?

Krauß: In meinen umfangreichen Untersuchungen und Rückrechnungen bin ich zu dem Ergebnis gekommen, dass es Sinn macht, aus einer gegebenen Gruppe von Rohstoffen diejenigen mit stärker ausgeprägter Backwardation in der Terminkurve überzugewichten. Deshalb liegt dem Futures-Portfolio, auf das ich setze, ein Ranking der Rohstoffe nach der Höhe ihrer Backwardation zugrunde. Gewissheit, dass damit im Einzelfall positive Renditen erzielt werden, gibt es aber nicht. Deshalb diversifiziert das Portfolio über insgesamt zwölf verschiedene Rohstoffe. Dabei handelt es sich um diejenigen Futures, die im Ranking die stärkste Backwardation des betrachteten Gesamtuniversums aufweisen bzw. den geringsten Contango.

TRADERS´: DIE ROLLGEWINNE SIND ALSO UNSICHER. WORAN LIEGT DAS?

Krauß: Die Terminkurve ist täglich in Bewegung. Dadurch verschieben sich auch die anfangs erwarteten Rollrenditen nach oben oder unten, je nachdem, wie sich die gehaltenen Kontrakte im Kurs verändern. Es ist ein dynamischer Prozess. Das gilt in abgeschwächter Form auch für

die Kontrakte weiter hinten auf der Terminkurve, die ich verwende. Die Schwankungen sind aber in der Regel weitaus geringer als vorn auf der Terminkurve beim aktuell vordersten und dem nächstfälligen Future. Dort ist die Volatilität naturgemäß am höchsten.

TRADERS´: WELCHEN TEIL DER TERMINKURVE HANDELN SIE UND WARUM?

Krauß: Das ist je nach Rohstoff unterschiedlich. Grundsätzlich ist es von Vorteil, möglichst weit hinten auf der

Kurve zu handeln, da dort die Volatilität niedriger ist. Aktuelle Ereignisse haben dort deutlich geringeren Einfluss und es sind weitaus gleichmäßigere Bewegungen im Zeitablauf zu beobachten. Allerdings hängt es vor allem von der Liquidität ab, wie weit man auf der Kurve nach hinten gehen und dabei bezogen auf das Fondsvolumen noch gut handeln kann. Ich habe eine Allokationsmatrix entworfen, die den zu handelnden Kontrakt für jeden Rohstoff definiert. Im Allgemeinen sind es Kontrakte mit Liefertermin in sechs bis zwölf Monaten. Diese werden für das Ranking mit dem Frontmonat verglichen, um die Höhe der Backwardation oder eben des Contango zu ermitteln.

TRADERS´: WIE SIEHT DABEI DIE GEWICHTUNG AUS?

Krauß: Da die Rohstoffe mit der höchsten Backwardation die höchsten Renditen erwarten lassen, gewichte ich die Top 3 mit jeweils 10,8 Prozent am höchsten. Die nächsten drei Kontrakte haben eine Gewichtung von zehn Prozent, dann 7,5 Prozent und schließlich fünf Prozent für die Plätze 10 bis 12.

TRADERS´: WAS, WENN WENIGER ALS ZWÖLF ROHSTOFFE ÜBERHAUPT EINE BACKWARDATION AUFWEISEN?

Krauß: Dann nehmen wir auf den hinteren Plätzen diejenigen Futures mit dem geringsten Contango. Das ist nicht optimal, da hier kleine Rollverluste zu erwarten sind,

„Es ist von Vorteil, möglichst weit hinten auf der Kurve zu handeln,
da dort die Volatilität niedriger ist.“

B3 Beispiele für Rollgewinne bei Öl

Roll am 8.7.2022 von WTI Mar 2023 WTI Jun 2023			Roll am 7.10.2022 von WTI Jun 2023 WTI Sep 2023			Roll am 9.01.2023 von WTI Sep 2023 WTI Dez 2023			Roll am 11.04.2023 von WTI Dez 2023 WTI Mar 2024			Roll am 10.07.2023 von WTI Mar 2024 WTI Jun 2024		
Contract	Closing		Contract	Closing		Contract	Closing		Contract	Closing		Contract	Closing	
CL1	AUG 22	104,79	CL1	NOV 22	92,64	CL1	FEB 23	74,63	CL1	MAY 23	81,53	CL1	AUG 23	72,99
CL2	SEP 22	101,53	CL2	DEC 22	91,35	CL2	MAR 23	74,92	CL2	JUN 23	81,49	CL2	SEP 23	72,95
CL3	OCT 22	98,37	CL3	JAN 23	89,85	CL3	APR 23	75,17	CL3	JUL 23	81,14	CL3	OCT 23	72,70
CL4	NOV 22	95,59	CL4	FEB 23	88,30	CL4	MAY 23	75,39	CL4	AUG 23	80,57	CL4	NOV 23	72,39
CL5	DEC 22	93,28	CL5	MAR 23	86,85	CL5	JUN 23	75,49	CL5	SEP 23	79,88	CL5	DEC 23	72,07
CL6	JAN 23	91,31	CL6	APR 23	85,58	CL6	JUL 23	75,45	CL6	OCT 23	79,15	CL6	JAN 24	71,76
CL7	FEB 23	89,64	CL7	MAY 23	84,48	CL7	AUG 23	75,30	CL7	NOV 23	78,43	CL7	FEB 24	71,45
CL8	MAR 23	88,26	CL8	JUN 23	83,49	CL8	SEP 23	75,06	CL8	DEC 23	77,73	CL8	MAR 24	71,15
CL9	APR 23	87,11	CL9	JUL 23	82,57	CL9	OCT 23	74,79	CL9	JAN 24	77,05	CL9	APR 24	70,85
CL10	MAY 23	86,16	CL10	AUG 23	81,73	CL10	NOV 23	74,49	CL10	FEB 24	76,41	CL10	MAY 24	70,56
CL11	JUN 23	85,30	CL11	SEP 23	80,95	CL11	DEC 23	74,16	CL11	MAR 24	75,82	CL11	JUN 24	70,27
Verkauf @		88,26	Verkauf @		83,49	Verkauf @		75,06	Verkauf @		77,73	Verkauf @		71,15
Kauf @		85,30	Kauf @		80,95	Kauf @		74,16	Kauf @		75,82	Kauf @		70,27
Rollgewinn		2,96	Rollgewinn		2,54	Rollgewinn		0,90	Rollgewinn		1,91	Rollgewinn		0,88
(ca. 14,6% annualisiert)			(ca. 13,2% annualisiert)			(ca. 4,9% annualisiert)			(ca. 10,5% annualisiert)			(ca. 5,1% annualisiert)		

Die Grafik zeigt fünf Beispiele für vergangene Rollvorgänge bei Futures auf WTI Öl. Es lag jeweils eine mehr oder weniger stark ausgeprägte Backwardation der Terminkurve vor. Dabei wurde von Kontrakten mit rund acht auf Kontrakte mit etwa elf Monaten Restlaufzeit gerollt. Bei allen fünf Transaktionen fielen Rollgewinne an.

Quelle: <https://www.tresides.de>

solange sich die Kurve nicht zu unseren Gunsten dreht. Aber es müssen per Regelwerk immer zwölf Positionen investiert sein. Schließlich ist auch aus regulatorischer Sicht eine gewisse Diversifikation sicherzustellen.

TRADERS': WIE OFT ROLLEN SIE DIE BESTEHENDEN POSITIONEN?

Krauß: Das Portfolio wird alle drei Monate angepasst, jeweils am fünften Handelstag des neuen Quartals.

TRADERS': FUNKTIONIERT DAS FÜR ALLE ROHSTOFFMÄRKTE GLEICHERMASSEN? WELCHE MÄRKTE WOLLEN ODER MÜSSEN SIE AUSSCHLIESSEN?

Krauß: Im Prinzip funktioniert es für alle Rohstoffe, wobei einige praktisch nicht in Frage kommen. Hier meine ich vor allem Edelmetalle, die eigentlich immer im Contango notieren, zumindest solange es nennenswert positive Marktzinsen gibt. Über Minimumgewichte oder die oben erwähnte Regel, dass auch Rohstoffe mit Contango aufgenommen werden können, wird aber mitunter trotzdem in Edelmetalle investiert. Außerdem schließen wir die Gruppe der Agrarrohstoffe aufgrund von ESG-Anforderungen vieler Kunden gänzlich aus dem investierbaren

Universum aus. Der damit verbundene Renditeverlust lässt sich zum Glück verschmerzen.

TRADERS': DIE STRATEGIE BASIERT AUF EINEM EIGENS ENTWICKELTEN INDEX. HABEN SIE ZUSÄTZLICH AKTIVEN ENTSCHEIDUNGSSPIELRAUM?

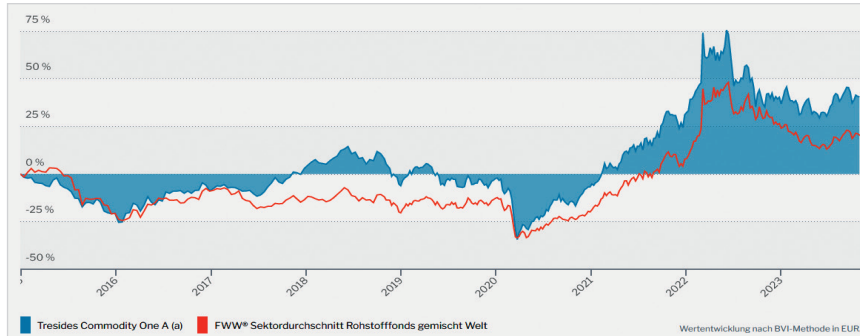
Krauß: Der Index ist ein Konstrukt, das erforderlich ist, um eine Rohstoffstrategie im UCITS-Mantel abbilden zu können. Denn weder Rohstoffe direkt noch Derivate dürften ansonsten in diesem regulierten Format enthalten sein. Ich musste mich also mit dem Start des Fonds auf ein Regelwerk für den Index festlegen, den wir dann abbilden. Dieser muss wie erwähnt auch ausreichend diversifiziert sein. Dabei ist es zwar möglich, den Index anzupassen, aber dafür braucht es einige Vorlaufzeit. Es kann also alle paar Jahre mal eine kleine Änderung geben, aber ansonsten bleibt es bei der einmal festgelegten Methodik.

TRADERS': KANN MAN DIE BACKWARDATION WIRKLICH „DIVIDENDE“ DER ROHSTOFFE NENNEN?

Krauß: Rollgewinne und Dividenden sind natürlich zwei völlig verschiedene Dinge. Aber es gibt eine klare Paralle,

„Die Strategie funktioniert am besten, wenn sich ein Markt über längere Zeit gleichbleibend in Backwardation befindet.“

B4 Fondsperformance im Vergleich



Dargestellt ist die Performance des Tresides Commodity One im Vergleich zum Durchschnitt der gemischten Rohstofffonds.

Quelle: <https://www.fondsweb.com>

gleichbleibend starker Backwardation befindet, wie es zum Beispiel zuletzt bei Öl der Fall war. Mit anderen Worten: Sowohl bei Dividendenaktien als auch bei Futures in Backwardation hat man einen „Vorsprung“ in Form des positiven Carry, was auf Dauer und im Durchschnitt zu einer positiven Rendite führen sollte. Durch meine Titelselektion und Gewichtung wird das noch optimiert. Auch das ist wiederum ähnlich zu Dividendenstrategien, bei denen gewisse Aktien ausgewählt und unterschiedlich gewichtet werden.

den positiven Carry. Wer eine Dividendenaktie kauft, kann erwarten, die Dividende unter sonst gleichen Bedingungen – also bei unverändertem Aktienkurs – als Ertrag zu erzielen. Bei Rohstoff-Futures in Backwardation ist es das gleiche Prinzip:

Bleibt die Terminkurve gleich, entsteht per Rolltermin ein Gewinn in Höhe der Preisdifferenz der beiden Futures. Deshalb funktioniert die Strategie auch am besten, wenn sich ein Markt über längere Zeit in mehr oder weniger

TRADERS´: IHRE STRATEGIE INVESTIERT IN FUTURES, DIE NUR EINEN RELATIV KLEINEN TEIL DES FONDSKAPITALS BINDEN. DER REST IST IN ANLEIHEN INVESTIERT. WIE WIRKT SICH DAS IM ZEIT-ABLAUF AUF DIE PERFORMANCE AUS?

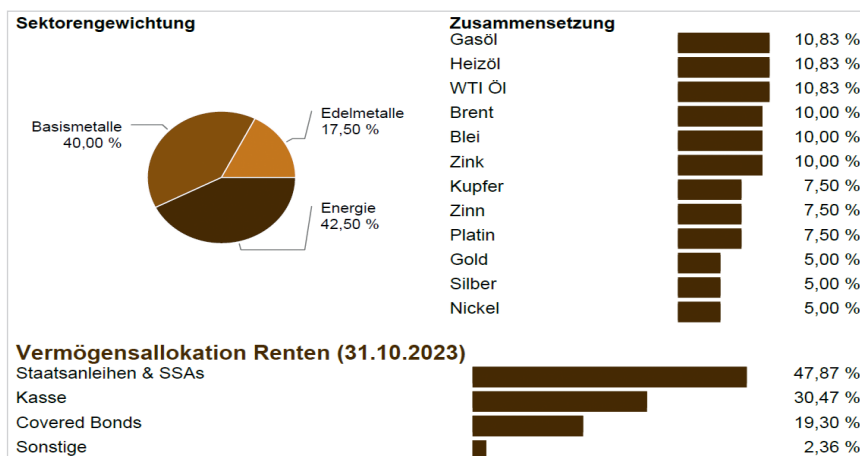
Krauß: Das Rohstoff-Exposure bilden wir über ein Tauschgeschäft (Swap) mit unserem Handelspartner ab. Auf diese Weise werden regelmäßig die anfallenden Kursgewinne bzw. Kursverluste auf das Fondsvermögen angerechnet.

Das von Anlegern bereitgestellte Kapital wird in erstklassigen Euro-Staatsanleihen investiert und dient teilweise als Sicherheitsleistung (Collateral). Inzwischen haben die Anleihen auch wieder eine attraktive Renditeerwartung, was Anlegern natürlich zusätzlich zur Handelsstrategie als weiterer Carry-Effekt zugutekommt.

TRADERS´: WAS WAREN DIE HAUPTTREIBER DER STARKEN FONDS-PERFORMANCE NACH CORONA?

Krauß: Dafür war keine einzelne Position verantwortlich. Es war die Breite des damaligen Aufschwungs im Rohstoffsektor, die das Portfolio deutlich vorangebracht hat.

B5 Allokation im Oktober



Die Grafik zeigt einen Überblick, wie das Portfolio des Fonds im Oktober zusammengesetzt war.

Quelle: <https://www.fondsweb.com>

„Sowohl bei Dividendenaktien als auch bei Futures in Backwardation hat man einen ‚Vorsprung‘ in Form des positiven Carry.“

TRADERS': WARUM FUNKTIONIERT IHRE STRATEGIE NACH NACH WIE VOR? SIND DIE FUTURES-MÄRKTE INEFFIZIENT?

Krauß: Ineffizient ist wahrscheinlich das falsche Wort. Aber sie sind zumindest auch nicht perfekt effizient. Es ist schließlich so, dass Rohstoffe in Backwardation eher eine Knappheit signalisieren und Contango in der Regel bei überversorgten Märkten auftritt. Und wenn man da systematisch investiert, kommen über einen langen Zeitablauf sehr ordentliche Ergebnisse zustande. Aber natürlich müssen wir auch unsere Strategie regelmäßig überprüfen und darauf testen, ob sie weiterhin gültig ist.

TRADERS': SIE HATTEN FRÜHER AUCH EINE TOTAL-RETURN-VARIANTE DES FONDS ANGEBOten, DIE ABER EINGESTELLT WURDE. WARUM?

Krauß: Anders als im bestehenden Tresides Commodity One wurden im Tresides Total Return Commodities auch Short-Positionen umgesetzt. Die Vorteile der Fondssystematik zahlten sich in langen Trendphasen aus. Das Anlagekonzept funktionierte sowohl in lang-anhaltenden Aufwärts- als auch Abwärtszyklen. Hochvolatile Börsen in Zeiten der Präsidentschaft von Donald Trump stellten allerdings kein geeignetes Marktumfeld dar. Deshalb war es letztendlich aufgrund von Mittelabflüssen auch eine wirtschaftliche Entscheidung, den Fonds zu schließen. Ich möchte aber betonen, dass wir den Fonds gegenüber dem anfänglichen Ausgabepreis im Gewinn geschlossen haben.

Das Interview führte Marko Gränitz.

Anzeige