

Absolute-Return-Strategien

ERFOLGSFAKTOREN

BEI DER UMSETZUNG IN

DER KAPITALANLAGE

MAI 2012 PORTFOLIO PLATTFORM



In Zeiten niedrigster Zinsen und höchst volatiler Märkte führt für Investoren kein Weg an Absolute Return vorbei. Lesen Sie, was es bei der Auswahl der richtigen Manager, Strategien und Vehikel zu beachten gilt.





Kay-Peter Tömmes
Geschäftsführer,
Antecedo Asset Management

Michael Montag
Managing Director,
Aquila Capital



Moderation
Frank Umlauf
Geschäftsführer,
Tajdo Consulting



Rolf Dreiseidler

*Leiter Institutional Clients Germany,
Man Investments*

Dajana Brodmann

*Abteilungsleiterin Alternative Investments & Aktien,
Versorgungswerk der Wirtschaftsprüfer und der
vereidigten Buchprüfer im Lande NRW*

Christian Kempe

*Portfoliomanager,
Focam AG*



Michael Montag

Absolute Return ist das Thema unseres heutigen Roundtables. Lassen Sie uns gleich in medias res gehen. Was bedeutet Absolute Return für Sie, Frau Brodmann?

Brodmann: „Absolute Return“ an sich ist für mich lediglich ein Kunstwort, ein neues Etikett der Asset-Management-Industrie. Im Grunde zähle ich darunter alles, was nicht gegen eine Benchmark, einen Index, gemessen werden kann und damit ein relativer Vergleich nicht angemessen ist. Alle illiquiden Themen, wie beispielsweise Private Equity, Infrastruktur, Wald und erneuerbare Energien, subsumiere ich unter die Absolute-Return-Betrachtung. Aber auch alles, was unter Hedgefondsstrategien am Markt zu finden ist. Allein aus der Bezeichnung „Absolute Return“ leite ich aber nicht automatisch ein positives Ergebnis ab. Grundsätzlich erwarte ich, dass der Manager in der Lage ist, das Downside-Risiko der Strategie zu managen, und dass er die Ergebnisse erzielt, die er dem Investor zuvor in seinen wunderschönen Hochglanzbroschüren verspricht.

Irgendwann erwarten Sie aber schon einen positiven Return, oder?

Brodmann: Selbstverständlich, denn bei genauerer Betrachtung verfolgen wir als institutioneller Investor eine Absolute-Return-Strategie mit einem fest definierten, jährlichen, positiven Renditeziel – dem Rechnungszins.

Dreiseidler: Sachlich betrachtet ergibt sich aus dem Begriff „Absolute Return“ kein Versprechen von stetig positiven Renditen. Absolute Return steht im Gegensatz zu Relative Return. Der wesentliche Unterschied zwischen beiden Konzepten liegt im Risikomanagement. So ist die risikolose Position eines Relative-Return-Managers seine Benchmark. Dieses passive Risikomanagement führt dazu, dass der Investor in schwierigen Kapitalmarktphasen vollständig dem Risiko der Benchmark ausgesetzt ist. Der Manager hat demnach kein Mandat, das Kapital seines Investors zu schützen. Dies ist bei Absolute Return grundsätzlich anders. Die risikolose Position des Managers ist hier Cash, er betreibt damit ein aktives Risikomanagement und hat durchaus den Auftrag, das Kapital des Investors in schwierigen Marktphasen bestmöglich zu schützen. Das ist nicht gleichbedeutend mit einem Versprechen stetig positiver Renditen. Aus meiner Sicht ist das eine wichtige Differenzierung.

„Das Versprechen bei Absolute Return heißt, dass irgendwann in einem bestimmten Zeitraum – es muss nicht ein oder zwei Monate sein – eine positive Rendite herauskommt.“

Kay-Peter Tönnnes, Antecedo Asset Management

Tönnnes: Ich würde vielleicht ein bisschen weiter gehen, weil die Differenzierung, wie wir sie jetzt haben, zwischen Benchmark und nicht Benchmark, werden wir bei der Masse der Kunden garantiert so nicht wiederfinden. Denn ein gewisses Versprechen ist bei Absolute Return schon gegeben.

Dreiseidler: Wenn wir weiter über Versprechen diskutieren wollen, dann sollten wir es aber konsequenterweise auch bei Relative Return tun.

Tönnnes: Ja, aber der Manager verspricht, er schlägt die Benchmark. Nur, das Versprechen bei Absolute Return heißt, dass irgendwann in einem absehbaren Zeitraum – es muss nicht ein oder zwei Monate sein – eine positive Rendite herauskommt. Man sollte aus meiner Sicht Absolute Return nicht einfach nur mit niedriger Volatilität verwechseln, es sollte zumindest in einem Zwei- oder Dreijahresfenster mit einer hohen Wahrscheinlichkeit

gewährleistet sein, dass auch ein absolut positiver Ertrag herauskommt. Da will ich die Trennlinie zu den Hedgefonds ziehen, wo die Strategien benchmarkfrei umgesetzt werden und, wenn es wirklich schiefgeht, auch über einen längeren Zeitraum ein negativer Ertrag steht. Eine gewisse Dominanz des Risikomanagements sollte im Absolute-Return-Bereich immer noch gegeben werden. Es muss nicht Low Volatility heißen, aber dass nach einer annehmbaren Zeit ein positiver Ertrag stehen muss, das ist eine Grundvoraussetzung. Sonst ist es wirklich nur ein Modewort.

Dann bräuchten wir bei Aktien nur zwölf Jahre warten und haben auch einen absoluten Ertrag. Das Gleiche gilt für Private Equity oder andere längerfristige Themen.

Brodmann: Was wir bei der ganzen Diskussion über Absolute Return nicht vergessen dürfen und was ich hier heute betonen möchte, ist, dass die bei Absolute-Return-Strategien eingesetzten Instrumente auch nur Aktien, Anleihen, Derivate oder Cash sind. Absolute Return wird mittlerweile in ALM-Studien als eigene Asset-Klasse simuliert, was ich persönlich sehr kritisch hinterfrage, weil wir auf das zugrundeliegende Instrument schauen und dann die jeweilige Strategie, die Investitionsstile, betrachten müssen, die der Asset Manager anwendet. Hier wäre es zielführender, wenn zum Beispiel eine Unterscheidung vorgenommen wird in aktienbasierte, anleihenbasierte und Multi-Asset-basierte Absolute-Return-Strategien.

Das heißt, in Ihrer Asset Allocation haben Sie keinen eigenständigen Absolute-Return-Block? Wenn Sie einen Long-Short-Equity-Manager haben, haben Sie den in Ihrem Aktiensegment?

Brodmann: Wir haben einen eigenständigen Block für Absolute-Return-Strategien in unserer Asset Allocation. Dennoch zählen aktienbasierte Absolute-Return-Strategien neben den klassischen Long-only Aktieninvestments für mich gedanklich zum Aktienportfolio, ebenso Investments in Private Equity. Die Anlageverordnung sieht es anders. Sie subsummiert diese Strategien oftmals unter der Hedgefonds- beziehungsweise der Private Equity-Quote.



Herr Kempe, bei Family Offices gibt es nur noch Absolute Return, oder?

Kempe: Ja, wir haben natürlich eine Kundenklientel, die sehr stark auf Kapitalerhalt schaut und das von uns erwartet. Das Ertragsziel lautet beispielsweise Inflation plus x oder Geldmarkt plus x. Ob wir es immer erreichen, ist eine andere Frage. Für mich wäre Absolute Return relativ simpel zu definieren: Man hat als Ziel, einen positiven Ertrag über einen Zeitraum von zwei bis drei Jahren zu erwirtschaften. Auf Zwölfmonatsbasis lässt sich ein absoluter Ertrag aber nicht garantieren. Und ich sehe das ähnlich wie Herr Tönnies: Man sollte bei Absolute Return ganz klar sagen, dass der Fokus auf dem Risikomanagement liegt. Die Wegstrecke zwischen einem relativen Kursgipfel zu einem nächsten relativen Tal sollte zeitlich kurz als auch vom Ausmaß gering ausfallen.

Herr Montag, letztes Jahr habe ich in Bezug auf Ihr Risk-Parity-Produkt gesagt, das sei kein Absolute Return. Was sagen Sie?

Montag: Bisher ist das Produkt diesem Anspruch durchaus gerecht geworden. Wir waren 2008 und 2011 positiv und sind auch seit Jahresanfang positiv. Das Produkt basiert auf risikoparitätischer Allokation von vier Asset-Klassen, welche nicht oder nur sehr gering miteinander korrelieren und zudem eine Risikoprämie bieten. Zentraler Bestandteil des Produktes ist das Risikomanagement, über das die Volatilität gemäß den spezifischen Vorgaben gesteuert wird.

Aber wenn die Risikoprämien einmal nicht mehr da sein sollten und Aktien weiterhin Probleme sowie Renten einen Zinsanstieg haben, dann wird es problematisch.

Montag: Dann wird es sicherlich problematisch. Wenn zwei von vier Zugpferden ausfallen, dann wird das Produkt wahrscheinlich Probleme bekommen. Dann kommen einfach die Grenzen des Produktes zum Tragen. Es ist ein Long-only-Produkt.

Sie haben auch einen klassischen CTA im Programm. Wie würden Sie die beiden Strategien voneinander abgrenzen?

Montag: Wir sehen, dass die Kunden durchaus beide Produkte in den Bereich Absolute Return einschließen. Der Unterschied ist einfach der, dass der Spectrum Fund als CTA Short-Positionen eingeht, was die Risk-Parity-Strategie nicht kann. Darin unterscheiden sich beide zentral.

Herr Dreiseidler, Ihr Haus ist auf der engeren Definition von Absolute Return unterwegs. Früher hat man es Hedgefondsstrategien genannt. Nennen Sie das immer noch so?

Dreiseidler: Vor nicht allzu langer Zeit haben viele Investoren bei dem Begriff „Hedgefonds“ schon abgewunken, ohne sich mit den Inhalten auseinandergesetzt zu haben. Ein enormer Vorteil der Ucits-Richtlinien ist, dass sich der Fokus der Diskussionen mit institutionellen Investoren grundlegend gewandelt hat. Es geht jetzt um den Kern einer Strategie, deren Risiken und Nutzen. Auf Basis solcher Analysen wird die Entscheidung getroffen, ob sich aus dem Profil einer solchen Strategie ein potenzieller Mehrwert für den Investor ergibt oder nicht. Diese Entemotionalisierung und Versachlichung ist eine sehr erfreuliche Entwicklung.

Wenn wir mit Investoren über Absolute Return sprechen, kommt häufig die Kritik: keine Transparenz. Werden Sie damit auch konfrontiert?



Michael Montag



S&P
CAPITAL IQ

Gold
FUND GRADING

Die AC Risk Parity Funds*

Diversifizieren – aber richtig!

The Alternative Investment Company

Die traditionelle Form der Diversifikation steht zunehmend auf dem Prüfstand. Stattdessen rücken anspruchsvollere Strategien in den Vordergrund – wie das Risk-Parity-Konzept. Es gehört zu den wenigen Anlagestrategien, die auch in den vergangenen Krisenjahren jährlich positive Erträge generiert haben.

Das Konzept der Risikoparität ist dabei vom Grundsatz her kein Anlageprozess, sondern eine Portfoliokonstruktionsmethode. Die Strategie folgt dem Grundgedanken, dass in einem diversifizierten Portfolio nicht die prozentuale Gewichtung, sondern der prozentuale Risikobeitrag der Anlageklassen entscheidend ist. Die AC Risk Parity Funds investieren dazu in alle liquiden, unkorrelierten Assetklassen, die eine Risikoprämie bieten: Aktien, Anleihen, Rohstoffe und kurzlaufende Zinsen. Das Risikomanagement-System FundCreator® sorgt zusätzlich für eine tägliche Risikooptimierung.

* vollständige Namen laut Verkaufsprospekt: AC – Risk Parity 7 Fund bzw. AC – Risk Parity 12 Fund

Risikohinweis: Diese Anzeige dient ausschließlich der Information. Für die dargestellten Informationen wird keine Gewähr übernommen. Diese Anzeige ist kein Verkaufsprospekt und enthält kein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf. In die Zukunft gerichtete Voraussagen und Angaben basieren auf Annahmen und enthalten daher Risiken und Unsicherheiten. Erträge aus der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Erträge. Neben den genannten Chancen bestehen Wechselkurs-, Länder-, Emittenten-, Kontrahenten- und Ausfallrisiken. Es werden derivative Finanzinstrumente eingesetzt. Der Anteilswert kann jederzeit unter den Kaufpreis fallen, zu dem der Kunde den Anteil erworben hat.

Aquila Capital

Tel.: +49 (0)40 87 50 50-199

Fax: +49 (0)40 87 50 50-179

info@aquila-capital.de

www.aquila-capital.de

AC Risk Parity 7 Fund – EUR A

WKN: A0M2SJ

ISIN: LU0326194015

AC Risk Parity 12 Fund – EUR A

WKN: A0Q578

ISIN: LU0374107992



Kay-Peter Tömmes

Dreiseidler: Damit werden wir noch immer konfrontiert. Die Industrie hat allerdings gelernt, dass Transparenz ein notwendiges Kriterium für die Investoren ist. Beispielsweise erhalten unsere Investoren auf Wunsch vollständige Positionstransparenz. Je nach Fonds sprechen wir hier unter Umständen über mehrere tausend Positionen, die ohne entsprechende Expertise nur schwer interpretierbar sind. Mittels sophistizierter Risiko-Reports überführen wir die Positionstransparenz in aussagekräftige Risikotransparenz für unsere Investoren. Neuerdings haben Investoren unserer Managed Accounts sogar die Möglichkeit, sich über einen Online-Zugang direkten Zugang zu den Daten zu verschaffen und mittels eines eigens entwickelten Analysetools detaillierte Auswertungen, wie Exposure-, Performance- oder Stressauswertungen, zu erstellen. Das Thema Intransparenz ist für mich damit eindeutig ein Thema der Vergangenheit.

Montag: Ich glaube schon, dass es ein Thema für die Investoren ist. Aber ich glaube auch, dass es von der Anbieterseite wesentlich proaktiver angegangen wird als in der Vergangenheit. Vor drei, vier Jahren haben Hedgefonds immer noch versucht, eine gewisse Aura aufzubauen und keinerlei Transparenzangaben gemacht. Sie haben noch nicht einmal versuchsweise Positionen offengelegt, aus welchen Gründen auch immer.

Waren die Strategien vielleicht zu einfach und die Gebühren zu hoch dafür?

Montag: Das lässt sich so nicht verallgemeinern. Allerdings kennen wir die Analysen von Professor Harry M. Kat, der versucht hat, diverse Hedgefondsstrategien nachzubilden. Dabei hat er festgestellt, dass einige Hedgefondsstrategien simple Optionen sind, die man mit wenigen Positionen darstellen kann. Solche Strategien sind mit Gebühren in Höhe von zwei plus 20 überbezahlt.

Dreiseidler: Wobei man hier fairerweise hinzufügen muss, dass viele der sogenannten Hedgefondsreplikatoren auf dem Papier erfolgreicher waren, als sie es in der Praxis sind. Aber grundsätzlich ist die Situation für mich vergleichbar mit der Relative-Return-Industrie. Auch da gibt es Manager, die im Endeffekt ihr Geld nicht wert sind. Die große Herausforderung bei der Geldanlage ist es eben, aus der Angebotsmasse diejenigen zu identifizieren, die wirklich nachhaltig Mehrwert liefern.

Wie steht es mit Ihren Anforderungen an Transparenz bei solchen Strategien?

Brodmann: Transparenz ist wichtig, aber sie muss auch interpretierbar sein. Wenn ich zum Beispiel ein Reporting bekomme mit 30.000 Positionen, stellt sich natürlich für mich die Frage: Was soll ich damit anfangen? Da macht es Sinn, auf aggregierte Exposures zu schauen. Aber es gibt auch Strategien, die nur zehn Positionen beinhalten, da möchte ich natürlich alle Positionen sehen, weil wir diese Informationen im Risikomanagement bei uns benötigen, um unser Portfolio zu steuern.

Dann haben wir noch das zweite Totschlagargument: Derivate.

Dreiseidler: Für mich ist dieses Argument nicht nachvollziehbar. Wenn ich mir die Long-only-Industrie anschau, ist dort alles voll mit Derivaten. Konsequenterweise müsste ich diesen „Vorwurf“ im Grunde der ganzen Asset-Management-Industrie machen und nicht nur dem Absolute-Return-Bereich. Zudem, wenn ich zurückschauen auf das Jahr 2008: Futures waren beispielsweise eines der wenigen Marktsegmente, die in der Krise funktioniert haben und jederzeit liquide waren.

Kempe: Derivate sind für mich mehr oder weniger wie das Skalpell eines Chirurgen. Das Messer in der Hand eines Chirurgen ist sinnvoll, er kann damit Leben retten. Ein Messer in der Hand eines Kriminellen kann dagegen gefährlich sein. Am Ende des Tages sind Derivate für mich kein Teufelszeug. Sie stellen vielmehr nützliche Werkzeuge dar. Mit Optionen können verschiedenste Chance-Risiko-Profile aufgebaut werden. So kann davon profitiert werden, wenn eine Aktie oder ein anderes Underlying fällt, seitwärts läuft oder steigt. Insofern sind für mich Derivate heutzutage fast notwendig, um in schwierigen Märkten wie jetzt einigermaßen durchzunavigieren.

Fragen wir einen der Chirurgen, der Derivate einsetzt in seinen Strategien.

Tönnies: Das Derivat ist ein Instrument wie jedes andere auch. Worum es dabei wirklich geht, ist, andere Profile erschaffen zu können. Wir leben in einer Zeit, die nicht mehr ist wie in den 90er Jahren, wo die Aktien einfach gelaufen sind und die Renten sieben Prozent Zinsen abgeworfen haben. Diese Zeiten sind vorbei. Wir müssen andere Rendite-Risiko-Profile erschaffen.

„Wir nutzen überwiegend börsengehandelte Derivate, weil wir deren hohe Liquidität schätzen.“

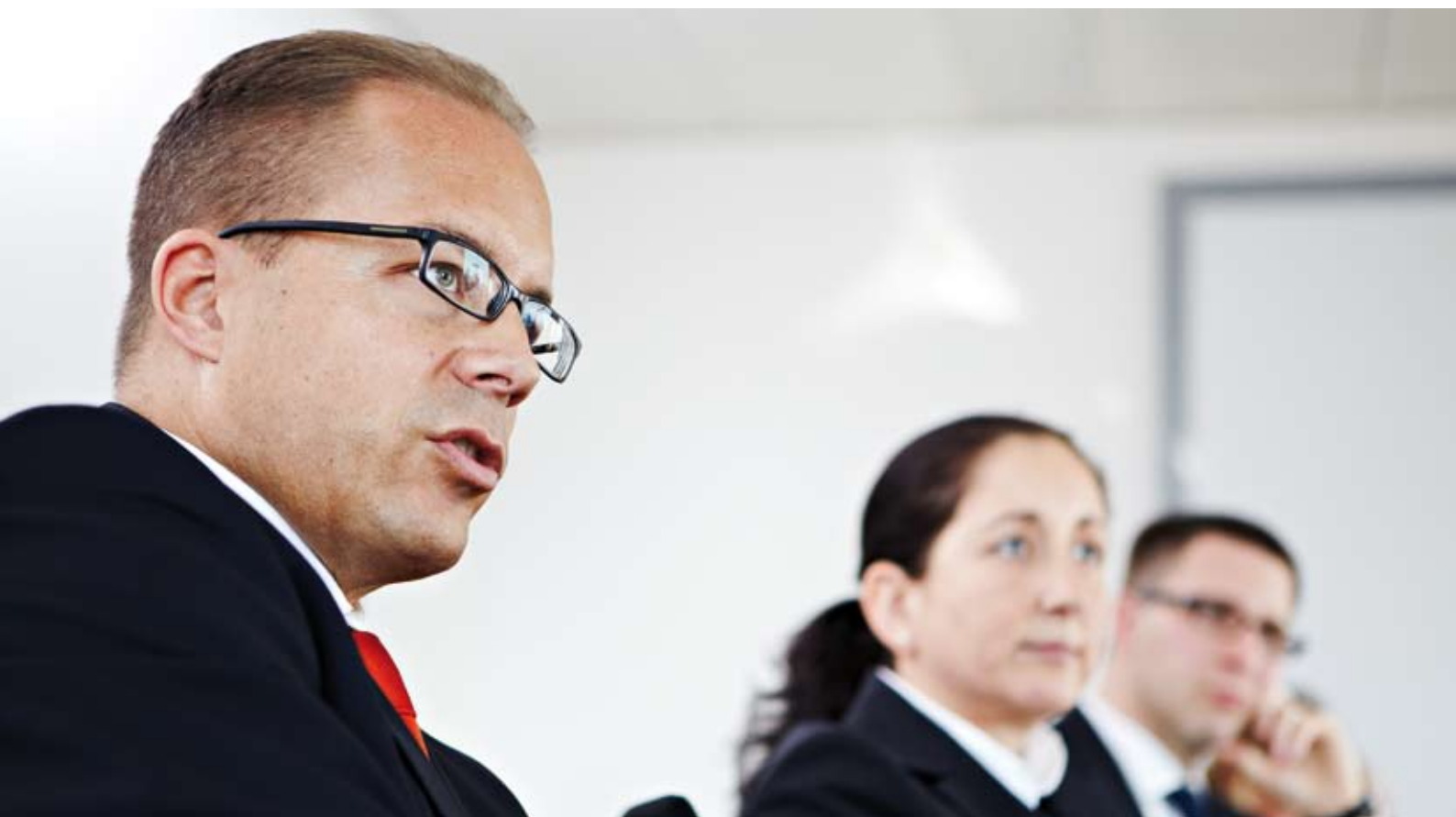
Michael Montag, Aquila Capital

Woher, glauben Sie, kommt die Aversion gegenüber Derivaten?

Tönnies: Das einzelne Derivat, Call oder Put ist immer relativ riskant. Denn für das einzelne Derivat ist ein Totalverlust um 100 Prozent der Wertentwicklung immer möglich. Einfach nur Derivate einsetzen, funktioniert nicht. Da sind wir bei der Aussage von Buffet: Das sind Massenvernichtungswaffen. Instrumente, die so einen Hebel entwickeln können, müssen in einem vernünftigen Risikomanagement eingebunden sein. Und natürlich wurden sehr häufig mit Derivaten Hebel erzeugt, die man nachher nicht beherrscht hat. Das hat dazu geführt, dass gerade diese Entwicklungen in Verruf gekommen sind.

Unterscheiden Sie zwischen gelisteten Derivaten und OTC-Derivaten?

Tönnies: Ja, ganz klar. Wir machen grundsätzlich niemals OTC-Derivate. Ich bin der Meinung, ein Instrument, das solche Hebel und Wirkung entfaltet, braucht die höchstmögliche Transparenz und die höchstmögliche





Christian Kempe



Kolff Dreiseidler

Sicherheit im Clearing. Ich bin selbst ein gebranntes Kind, ich habe es erlebt damals nach dem 11. September, als ich mit OTC-Derivaten hängengelassen wurde und wochenlang keinen Preis bekam. Ich bin der Meinung, diese Instrumente

gehören an eine gelistete Börse und dürfen nicht im Hinterzimmer gehandelt werden.

Montag: Da bin ich voll und ganz bei Ihnen. Wir nutzen überwiegend börsengehandelte Derivate, weil wir deren hohe Liquidität schätzen. Bei Swaps versuchen wir, das Counterparty-Risiko komplett auszuschalten.

Bei einigen Strategien, Herr Dreiseidler, kommen Sie nicht umhin, OTC-Derivate einzusetzen für die Short-Seite.

Dreiseidler: Ja, und ich teile die Einschätzung gegenüber OTC-Derivaten auch nur eingeschränkt. Es ist immer die Frage, welche Ressourcen und prozessuale Infrastruktur ein Anbieter im Hintergrund hat, um die Gegenparteien zu kontrollieren und gegebenenfalls die Position und Gegenparteien zeitnah auszutauschen. Auch durch verschiedene weitere Maßnahmen lassen sich die Risiken auf ein Minimum reduzieren.

Brodmann: Solange der Manager damit umgehen kann, haben wir kein Problem mit OTC-Derivaten.

Nehmen wir mal den Worst Case an: Wir haben einen Ucits-Fond, der Short-Position über Swaps hat, und eine große Investmentbank steht dagegen, die auszufallen droht. Was jetzt?

Dreiseidler: Bevor sie einen solchen Swap mit der einen Bank eingegangen sind, brauchen Sie als Anbieter eigentlich schon Verträge mit ein oder zwei anderen Banken, die in einem solchen Fall einspringen können. Nur so können Sie im Krisenfall ausreichend schnell reagieren. Zudem ist darauf zu achten, dass die Besicherung der Swaps entsprechend hochwertig und im Falle eines Konkurses segregiert ist.

Was im schlimmsten Fall ein bisschen dauern kann, siehe Lehman ...

Montag: Lehman war eine Sondersituation, würde ich sagen, in der zumindest teilweise keine klare Trennung zwischen Custodian, Prime Broker und Fonds stattgefunden hat. Es hat eine Vermischung zwischen eigenen Vermögensgegenständen und Kundenvermögen stattgefunden, das war natürlich eine Katastrophe.

Würden Sie sagen, dass der Ucits-Rahmen gegenüber Offshore-Vehikeln einen besseren Schutz bietet?

Dreiseidler: Grundsätzlich ja, allerdings muss man sich das Konstrukt im Detail anschauen. Wichtige Fragen sind: Ist es ein Direct-Trading-Ucits? Handelt es sich um eine Total-Return-Swap-basierte Lösung? Wie ist der Total-Return-Swap aufgesetzt und gesichert? Insbesondere im letzteren Fall braucht es eine operationelle Due Diligence, um sich ein detailliertes Bild über mögliche Risiken zu machen. Die dafür

erforderliche Transparenz bekommen Sie durch den Ucits-Rahmen allerdings nach vereinheitlichten Standards. Zudem gibt es durch Ucits vorgeschriebene Mindeststandards und Limitierungen, zum Beispiel hinsichtlich Besicherung und Leverage, die auch vom Regulator fortlaufend überwacht werden. Von daher gehen die Schutzmechanismen sicherlich deutlich weiter, als dies bei Offshore-Vehikeln der Fall ist.



Dajana Brodmann



Macht nicht jeder

ANTECEDO INDEPENDENT INVEST

Die Entwicklung an den Börsen gleicht oftmals dem Ritt auf einem wilden Bullen.

Doch in beiden Fällen ist es das Entscheidende im Sattel zu bleiben.

Unser Fonds „Antecedo Independent Invest“ (WKN A0RAD4) hat trotz allen Verwerfungen an den Börsen von März 2011 bis März 2012 eine Rendite von 4,4 % erzielt.

Seit Auflegung am 28. Januar 2009 beträgt die durchschnittliche Jahresrendite 9,37 %.*

Lernen Sie Antecedo Asset Management kennen und Sie werden von unseren Anlagestrategien überzeugt sein.



Antecedo Asset Management GmbH · 61348 Bad Homburg v. d. H.
Tel. +49 (0)61 72-99 77 13-0 · info@antecedo.eu · www.antecedo.eu

*Alle Daten beziehen sich auf die Anteilsklasse A per 31.03.2012. Quelle: INKA Kapitalanlagegesellschaft mbH, Düsseldorf.

Disclaimer: Diese Anzeige dient lediglich der Information und stellt kein Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Fondanteilen dar. Grundlage für den Kauf von Fondanteilen sind die jeweils gültigen Verkaufsprospekte und die letzten geprüften Halbjahres- oder Jahresberichte, die bei der Verwaltungsgesellschaft erhältlich sind. Eine positive Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für eine zukünftige positive Wertentwicklung. Es werden derivative Finanzinstrumente eingesetzt. Der Wert der Fondanteile kann sowohl steigen als auch fallen und es ist möglich, dass der Anleger den ursprünglich angelegten Betrag nicht zurückerhält. Für die dargestellten Informationen wird keine Gewähr unternommen.



Key-Peter Tömmes

Vom Vehikel her ist Ucits III eigentlich kein Segen für Investoren. Hedgefonds sind, sobald sie reguliert sind, ein bisschen sperrig. Bei Ucits III machen wir das Gleiche, aber es fragt keiner mehr danach.

Brodmann: Ich habe mich bislang, trotz der negativen Presse, in der Offshore-Hedgefondswelt ganz wohlfühlt. Mir ist es wichtig, dass die Manager möglichst große Handlungsspielräume haben, um ihre Handelsstrategie optimal umzusetzen. Offshore-Hedgefonds bieten hierfür die größ-

ten Freiheitsgrade. Ucits III schränkt den Manager in der Umsetzung seiner Strategie ein. So muss beispielsweise eine gewisse Liquidität vorgehalten werden, er darf nicht physisch shorten und muss Risikolimits einhalten.

Herr Montag, für Ihre Strategie haben Sie keine Offshore-Fonds, sondern nur Ucits-Fonds.

Montag: Das könnten wir alles auch offshore machen, aber warum? Es hat einfach große Vorteile für Investoren, im Ucits-Rahmen investiert zu sein. Es würde für uns keinen Sinn machen, jetzt auf diese Schiene zu gehen.

Wenn Sie zwei gleiche Strategien haben, einen Ucits- und einen Offshore-Fonds. Welchen nehmen Sie?

Brodmann: Wenn sie gleich sind, nehme ich den, der mir die beste Liquidität gibt. Und das sind in der Regel die Ucits-Fonds. Denn die Offshore-Fonds geben dem Investor eigentlich nur monatliche oder quartalsweise Liquidität, obwohl das Underlying in Sekunden liquidierbar ist.

Wenn Sie eine Strategie offshore umsetzen, durchlaufen Sie die Anforderungen an Hedgefonds gemäß Bafin. Kaufen Sie die Ucits-Variante, fragt keiner mehr irgendetwas. Das ist nicht im Sinne des Erfinders, oder?

Brodmann: Ich weiß nicht, ob sich der Regulator nicht selbst etwas vormacht. Meiner Meinung nach muss ein Ucits-III-Fonds genauso geprüft werden wie ein Offshore-Hedgefonds. Da gibt es für mich keinen Unterschied in der Prüfung. Die ganze Due Diligence, die ich im Hedgefondsbereich durchlaufe, durchlaufe ich heutzutage auch bei Ucits-III-Fonds. Wer also auf die regulatorische Scheinsicherheit des Ucits-Vehikels vertraut, ist aus meiner Sicht ein bisschen blind.

Es gibt sogenannte gewappte Ucits-Fonds, in denen man nur Cash und einen Total-Return-Swap findet. Ist das aus Investorensicht ein K.o.-Kriterium?

Brodmann: Ja, definitiv.

Kempe: Auch wir als Focam umschiffen Swap-basierte Produkte. Im Bereich Hedgefonds sind wir der Meinung, dass man bei der Due Diligence auch einen externen Berater mit einbinden muss. Diesen muss man entsprechend bezahlen können und wollen. Zumindest an diesem Punkt sind wir aktuell noch nicht angekommen. Für uns ist ganz wichtig, dass wir Produkte und Konstrukte nachvollziehen können.

Herr Montag, Sie haben Ihre Fonds direkt aufgesetzt. Das ist eher untypisch, weil die CTA-Strategien häufig hineingewappt werden aufgrund der Problematik mit Rohstoffen.

Montag: Das Problem lässt sich relativ simpel lösen. Wir haben das über einen luxemburgischen Spezialfonds gelöst und auf diesen Zertifikate abgebildet, die wiederum in den Zielfonds



Frank Umlauf

hineingekauft werden, das ist machbar. Die Kosten dafür sind gering, das bewegt sich ungefähr bei 40, 50 Basispunkten für das Zertifikat. Maximal zehn Prozent dürfen wir davon kaufen, das heißt, die Kostenbelastung liegt bei fünf Basispunkten auf der Gesamtportfolioebene.

Warum haben Sie sich nicht gleich entschieden, den Rest auch noch mitzuswapen?

Montag: Wir haben die Möglichkeit, das innerhalb von Ucits über Futures abzudecken. Da spielt die Liquidität eine Rolle und die Kostenseite. Hier sind Futures klar im Vorteil. Schauen Sie: Über den gesamten Fonds wären das wahrscheinlich Kosten von 60, 70 Basispunkten für die Swaps, die man rechnen müsste, das ist unnötig.

Herr Tönnies, gibt es in Ihrer Strategie irgendetwas, das Sie im Ucits-Rahmen aufgesetzt haben und Sie limitiert?

Tönnies: Es gibt natürlich die Risikovorgaben beim qualitativen Ansatz, dass ich über bestimmte Hebel nicht hinausgehen darf. Aber diese Hebel erreiche ich sowieso bei Weitem nicht. Von daher ist das keine Limitierung. Es gibt an sich nichts, was mich wirklich limitiert. Und wenn ich darüber hinausgehen würde und aggressivere Strategien rausbringen würde, würde ich sie als Hedgefonds deklarieren, auch wenn ich es nicht müsste. Ich würde sie noch immer in dem Ucits-Rahmen bekommen, das würde ich dann aus Klarheit gegenüber dem Anleger aber nicht machen.

Dreiseidler: Mir gefällt dabei nicht, dass Sie im Grunde Hedgefonds gleichsetzen mit aggressiven Produkten. Diverse langjährige Statistiken belegen genau das Gegenteil.

Tönnies: Ich setze das nicht gleich, aber das ist die Wahrnehmung, wenn ich mit Investoren spreche. Im Prinzip würde ich es, wenn ich so vorgehen würde, als Instrument benutzen, weil die Außensicht so ist. Bei einem Produkt, das mit einem höheren Hebel und einem höheren Durchschlag noch ein bisschen schärfer gemacht wird und eine höhere Volatilität hat, würde ich „Hedgefonds“ draufschreiben.

Montag: Na ja, das ist aber schwierig. Ich glaube, für den einen ist eine Fünfer-Volatilität schon viel, und für den anderen ist eine 15er-Volatilität noch akzeptabel. Ich glaube, es wird schwierig, da eine Trennung herbeizuführen.

Tönnies: Volatilität ist sowieso immer eine zwiespältige Sache. Aber das muss der Investor wissen. Ich kann das Produkt anbieten und muss einigermaßen klar rüberbringen, was dahintersteckt. Ich kann dem Investor nicht die Entscheidung abnehmen, was er nachher macht.

Nehmen wir an, ein Investor kauft zwei Absolute-Return-Fonds und erwartet daraus ein positives Ergebnis. Nehmen wir an, das klappt nicht. Was sagen Sie?

Brodmann: Da müssen wir differenzieren. Es gibt Hunderte von Managern und unendlich viele Strategien, die in sich noch einmal heterogen sind. Es ist eine große Herausforderung, den besten Manager mit dem passenden Produkt zu identifizieren. Der Investor muss meines Erachtens ein tiefes Verständnis für den Markt und die jeweilige Strategie mitbringen. Wenn das Marktumfeld für eine Strategie gerade nicht passt, wundert es mich auch nicht, wenn der Manager ein negatives Ergebnis abliefern. Dann ist es an mir als Investor zu sagen: Die Strategie wird nicht funktionieren im derzeitigen Umfeld, ich liquidiere lieber und gehe in Cash oder allokiere eine zutreffendere Strategie. Das bloße Festhalten an Investments ist aus meiner Sicht nicht zielführend. Heutzutage sehe ich das aus Investorensicht einfach taktischer, wir können nicht immer nur darauf vertrauen, dass die Manager schon alles richtig machen werden.

Tönnies: Also wird der Investor selber zum Manager, wenn es nur noch um die Taktik geht?

Brodmann: Nein, das sicherlich nicht. Der Investor greift ja nicht aktiv in das Portfoliomanagement des Fonds ein. Aber es gibt Marktsituationen, in denen auch ein Investor erkennen muss, dass eine Strategie vielleicht nicht funktioniert. Dann ist es an ihm zu handeln.

Tönnies: Das sieht man doch immer erst, wenn die Marktsituation schon fast vorüber ist.





Michael Montag

Kempe: Idealerweise weiß man ex ante, worauf man sich einlässt. Man pflegt den engen Austausch mit einem Manager und lässt sich den Investmentprozess offenlegen. Dann haben wir ein gewisses Verständnis dafür, in welchen Marktphasen er eventuell Probleme bekommt. Ein guter Manager kann klar kommunizieren, in welchen Marktphasen er eine solide Performance abliefert und wann er Probleme bekommt. Problematisch wird es, wenn ein Manager das nicht kann. Wir müssen die Kapitalmarktanlage wie ein Bild sehen. Da gibt es einen Bilderrahmen und ein Bildmotiv. Das

Bildmotiv kann jeder Investor selbst malen und seinen Investmentprozess danach gestalten. Der Bilderrahmen jedoch ist das Kapitalmarktumfeld, und das ist heutzutage stark makrogetrieben. Außerdem beobachten wir manisch-depressive Märkte, die praktisch von einem Punkt auf den anderen zwischen Risk-off und Risk-on umschalten. Heute ist es eminent wichtig zu wissen, wie sich ein Portfolio in einem Risk-off-Stadium entwickelt. Ein hohes Makroverständnis und das Wissen von historischen Börsenzyklen sind im aktuellen Marktumfeld extrem hilfreich.

Für ein schwieriges Umfeld hat der Investor doch gerade seine Absolute-Return-Manager. Oder arbeiten die nur bei schönem Wetter gut?

Kempe: Idealerweise steigt der Investor in ein Flugzeug ein und der Absolute-Return-Manager ist der Flugkapitän. Der weiß, was zu tun ist in den verschiedenen Marktumfeldern, und der weiß auch, wann er sein Modell anwenden kann und wann er von Autopilot auf Handsteuerung umschalten muss.

Montag: Aber genau das wollen die Investoren doch nicht. Die Investoren wollen einen klar definierten Prozess, der nicht beliebig von Autopilot auf Handsteuerung umgeschaltet wird.

Kempe: Nein, ich glaube, dass am Ende des Tages immer noch jemand da sein muss, der im Zweifelsfall in gewisser Weise in das System eingreifen kann.

Montag: Aber das muss dann Bestandteil des Investmentprozesses sein, den Sie klar definieren. Sie müssen die maximalen Verluste definieren und sagen, wie viel Prozent sie maximal im Monat verlieren dürfen. Was Sie, Herr Kempe, schildern, ist genau der Kritikpunkt der Investoren, dass Sie im Laufe des Investmentprozesses Dinge verändern und plötzlich manuell eingreifen, wo Sie vorher immer einen systematischen Prozess kommuniziert haben. Ich glaube, den Fehler darf man als Manager auf keinen Fall machen.

Kempe: Das sollte man nicht machen, stimmt. Wenn klar kommuniziert wurde und der Manager kein Styledrift macht, sondern genau das, was er vorher in Aussicht gestellt hat, habe ich auch kein Problem, wenn er eine Durststrecke hat.

Tönnies: Wir wissen nicht, ob das Umfeld, das in den letzten Jahren so volatil war, auch die nächsten Jahre anhalten wird. Es könnte sein, dass heute genau der Tag des Wendepunktes ist. Wir wissen im Prinzip immer erst im Nachgang genau, in welcher Phase wir waren.

Kempe: Deswegen ist es wichtig, dass derjenige, der vorne der Pilot ist, sein Makroverständnis klar an seine Investoren kommuniziert. Jeder, der im drei- oder sechsmonatigen Takt anfängt, die Maschinerie zu überdenken, wird ständig überrannt von den Märkten.

Montag: Deswegen ist ein vollkommen agnostischer Ansatz wahrscheinlich das Bessere, so dass man das Risiko ganz klar auf feste Anlageklassen verteilt und mit diesen das vorher definierte Risiko fährt.

Nehmen Sie doch mal den Ansatz Long-Short-Equity-Market neutral. Den interessiert kein Makro.



Dajana Brodina

Kempe: Das sehe ich nicht so. Fakt ist, auch ein Long-Short-Manager weiß, dass er bei einem stark steigenden, zyklischen geprägten Markt ein Problem bekommt, wenn er Telekomaktien long und Autoaktien short ist.

Tönnies: Der Manager hat immer eine implizierte Meinung, weil der Markt sich aufgrund von Makroveränderungen bewegt. Er agiert in diesem Markt. Ich kann natürlich sagen: Ich blende das in meinem Managementansatz aus und habe damit nichts zu tun. Aber ich habe damit immer eine offene Flanke, dass ich auf einmal ganz unerwartet damit etwas zu tun bekomme. Die Möglichkeit besteht immer.

Was erwarten Sie eigentlich von Ihrem Absolute-Return-Manger?

Kempe: Als Asset Allocator geht es mir bei Absolute Return mehr um die Senkung des Gesamtrisikos eines Portfolios als um die Erwirtschaftung von Renditen.

Tönnies: Am Ende geht es doch immer um die Rendite.

Kempe: Das sehe ich anders. Ich stelle ganz grundsätzlich sehr stark auf das Risiko ab. Zur Erreichung des finanziellen und mentalen Wohlergehens sollten die zwischenzeitlichen Drawdowns in einer Absolute-Return-Strategie möglichst minimiert werden.

Tönnies: Wir laufen hier auf ein Grundproblem. Mit all unserer Forschung haben wir es bis heute nicht geschafft, den Begriff „Risiko“ zu operationalisieren. Wir nehmen gerne Volatilität. Volatilität ist nichts anderes als die Schwankung um den Mittelwert. Und letzten Endes geht es natürlich bei jeder Kapitalanlage darum, was am Ende dabei rauskommt. Die Frage ist doch: Wie ist der Weg dahin? Ich persönlich bin der Meinung, ein Drawdown, solange man mit einer vernünftigen Sicherheit und einem vernünftigen Zeitraum wieder eingeholt werden kann, ist mit einem Absolute Return durchaus konform. Ansonsten befinde ich mich auf diesem Volatilitätsbegriff, der aber dazu führt, dass man versucht, jede kleine Schwankung rauszunehmen, aber damit nehme ich letzten Endes auf Dauer den Ertrag aus der Kapitalanlage.

Was soll Absolute Return bei Ihnen bewirken, Frau Brodmann?

Brodmann: Grundsätzlich muss ich Herrn Kempe in seinen Ausführungen recht geben, man muss das Makrobild im Auge behalten. Ich fühle mich extrem unwohl momentan mit einem Aktienportfolio, das ausschließlich Long-



only-Strategien beinhaltet. Also versuche ich, daneben Manager mit aktienbasierten Strategien zu identifizieren, die in der Lage sind, das Downside-Risiko zu managen und sowohl long als auch short gehen können in Aktien.

Sollen Ihre Manager in Phasen, wo der Long-only-Bereich verliert, nichts verlieren, weniger verlieren oder sogar etwas gewinnen?

Brodmann: Idealerweise gewinnt er in dieser Situation oder schafft es zumindest, das Kapital zu erhalten. Aber mit dem Kenntnisstand, dass ein Manager beispielsweise ein 40-prozentiges Aktienmarkt-Exposure halten darf, wundert es mich dann nicht, wenn ein solches Produkt in fallenden Aktienmärkten auch im negativen Territorium endet. In Relation zum Long-only-Manager bin ich der Meinung, dass selbst so eine Strategie in fallenden Aktienmärkten deutlich weniger vom kostbaren Gut „Risikobudget“ verbrauchen sollte, als ein Manager, der ein 100-prozentiges Aktienmarktrisiko eingehen darf.

Es gibt ein ganzes Bündel an Strategien und Managern. Die Auswahl ist eine anspruchsvolle Aufgabe. Ist sie anspruchsvoller als bei Long-only-Aktienmanagern?

Brodmann: Ich würde das auf jeden Fall bejahen. Die Managerselektion ist aus meiner Sicht der Schlüsselfaktor.

Würden Sie sagen, wenn ein Investor nicht mit gutem Gewissen in der Lage ist, Manager auszuwählen, sollte er es lassen oder auf einen Fund of Funds zurückgreifen?

Brodmann: Die Zeiten, in denen hohe Kupons bei festverzinslichen Wertpapieren und wenig volatile Aktienmärkte den institutionellen Kapitalanlegern paradiesische Verhältnisse, rückblickend betrachtet, geboten haben, sind leider schon lange vorbei. Die Spielregeln haben sich seitdem grundlegend geändert. Die Kapitalanlage von heute ist deutlich anspruchsvoller geworden und erfordert spezifische Fachkenntnisse auf Seiten des Investors, um die Flut an immer komplexeren Produkten durchschauen zu können. Daher gibt es meines Erachtens auf Ihre Frage drei Lösungsansätze. Erstens: Der Investor lässt sich nicht beeindrucken und investiert diese Strategien nicht. Zweitens: Er stellt sich Personen mit Erfahrung in diesem Bereich ein. Oder aber drittens: Er vertraut sich einem Consultant beziehungsweise einem Dachfondsmanager an und baut nach und nach eigene Expertise im Haus auf.

Wenn Sie mit Ihren Investoren über Absolute Return sprechen, wie wird das aufgenommen? Gibt es Vorbehalte?

Montag: Es ist sehr stark vom einzelnen Investor abhängig. Es gibt viele, die sich schon lange Zeit mit dem Thema auseinandersetzen, die auch eine gewisse Kompetenz über die Jahre hinweg aufgebaut haben. Aber es gibt andere, die nicht wirklich verstehen, was überhaupt gemacht wird. Und ich glaube, das sind genau diejenigen, die Hilfe der Consultants brauchen und noch lange Zeit benötigen werden, um überhaupt in diese Produkte zu investieren.

Wir können also festhalten, dass auf Sicht eigentlich kein Weg an Absolute Return vorbeiführt und es sich lohnen kann bestehende Vorbehalte durch entsprechenden Know-how-Aufbau weiter abzubauen. Ich danke Ihnen für die anregende Diskussion.



Christina Kemppe





Im Bild zu sehen von links nach rechts:

Christian Kempe

Focam AG

Dajana Brodmann

Versorgungswerk der Wirtschaftsprüfer und der vereidigten Buchprüfer im Lande NRW

Frank Umlauf

Tajdo Consulting

Kay-Peter Tönnies

Antecedo Asset Management

Michael Montag

Aquila Capital

Rolf Dreiseidler

Man Investments