

# Roundtable

Absolute Return



## Sponsoren



**Bank of America  
Merrill Lynch**



## Teilnehmer

- 1 Thomas Metzger** Leiter Asset Management, Bankhaus Bauer
- 2 Wolf Brandes** Chefredakteur, Deutsche Pensions & Investmentnachrichten (Moderator)
- 3 Christian Frischauf** Leiter Multi Asset-Klassen Management, Bayern Invest
- 4 Heinz Thomas Striegler** Finanzdezernent, Evangelische Kirche in Hessen und Nassau (EKHN)
- 5 Michael Fuchs** Director, Structured Fund Distribution, Bank of America Merrill Lynch
- 6 Frank Umlauf** Geschäftsführer, Tajdo Consulting
- 7 Michael Montag** Geschäftsführer, Aquila Capital Institutional



Alle Fotos:  
Norbert Bretschneider · CONCEPTDESIGN

# Über Strategien diversifizieren

Wie können Investoren ein absolutes Renditeziel mit einem moderaten Risiko erreichen? Darüber diskutierten sechs Experten mit dpn. Klar ist: Eine einfache Mischung von Asset-Klassen reicht bei Absolute Return nicht mehr aus.



**dpn: Eine Studie von Lupus Alpha kommt zu dem Ergebnis, dass das vergangene Jahr bei Absolute-Return-Strategien im Durchschnitt eine negative Rendite von drei Prozent gebracht hat. Welche Zukunft haben diese Ansätze noch?**

**Umlauf:** 2011 war so schwierig, dass keine einzelne Substrategie einen positiven Return produziert hat. Das ist sehr selten und passierte natürlich zu einem Zeitpunkt, als Investoren in anderen Asset-Klassen ebenfalls Probleme hatten. Das heißt aber nicht, dass das immer so sein wird. Es heißt nur, dass Absolute-Return-Ansätze keine Zauberformeln sind.

**Montag:** Ich kann nur unterstützen, was Herr Umlauf sagt. Es war ein schlechtes Jahr, um zu zeigen, dass Absolute-Return-Produkte in jeder Marktphase positive Erträge erzielen. Ich glaube auch, es ist ein großes Manko der Anbieter, dass sie diesen Anspruch immer wieder betonen und damit bei den Anlegern Erwartungen geweckt haben, die einfach nicht erfüllbar sind.

„Von einer Absolute-Return-Strategie erwarte ich gerade in schwierigen Phasen einen zumindest schwach-positiven Return.“ **Heinz Thomas Striegler, EKHN**

**Frischaut:** Im aktuellen Umfeld sehr niedriger Zinsen und großer Unsicherheit ist eine Anlagestrategie, die sich an Zielrenditen orientiert, zu bevorzugen. Die hö-

here Marktvolatilität hat sich aber in den letzten Jahren negativ auf die Stabilität solcher Produkte ausgewirkt. Ertragsersparungen, die deutlich über dem Geldmarkt liegen, müssen mit entsprechenden Risikobudgets unterlegt werden.

**Striegler:** Ich finde die Entwicklung enttäuschend. Wir sind als Anleger sehr breit aufgestellt und auch im Rentenbereich diversifiziert. Von einer zusätzlichen Absolute-Return-Strategie erwarte ich gerade in schwierigen Phasen, in denen mit klassischen Anlageinstrumenten keine Rendite zu erzielen ist, einen zumindest schwach-positiven Return. Das ist aber nicht erreicht worden, auch nicht in dem Mandat, das wir vergeben haben, immerhin ein Mandat mit einem Mix von unterschiedlichen Absolute-Return-Strategien.

**Frischaut:** Eine Zielrendite von vier bis fünf Prozent bekommt man heute nicht mehr ohne entsprechendes Risikokapital. Das bedeutet, dass ein Investor bereit sein muss, im schlechtesten Fall einen gewissen Kursrückgang zu akzeptieren. Zumindest auf Sicht von einem Jahr.

**Striegler:** Unser Produkt läuft schon seit drei Jahren und steckt noch im Minus. Auch bei anderen Absolute-Return-Ansätzen sehe ich nicht viel Positives.

**Frischaut:** Vieles hängt davon ab, ob der Fondsmanager die Möglichkeit hat, seine Risikopositionen im Krisenfall auch durch Eingehen von Short-Positionen abzusichern. Eine rein auf Diversifikation ausgelegte Investment-Lösung hat den Nachteil, dass in deutlichen Marktschwächephasen die positiven Korrelationseffekte nicht mehr wirken.

**Striegler:** Erstens müssen bei uns alle Manager unsere ethischen Anlagerichtlinien beachten. Zweitens können normalerweise auch Strategien mit Derivateinsatz verfolgt werden, aber nicht mit einem besonderen Hebelfaktor. Ansonsten geben wir den Managern eigentlich ziemlich viele Freiheiten.

**dpn: Herr Fuchs, wie ist Ihre Einschätzung zu Absolute Return?**

**Fuchs:** Aus meiner Sicht kann unter Absolute Return in einem ersten Schritt erst einmal alles zusammengefasst werden, was benchmarkunabhängig ist. Viele Strategien verfolgen in diesem Bereich einen Multi-Asset-Ansatz, der wiederum oft einen Long Bias in Renten

aufweist. Damit konnte man auf Dreijahressicht positive Renditen erzielen, doch dies lässt sich möglicherweise nicht endlos weiterschreiben. Ein anderer Absolute-Return-Bereich sind Long-Short-Equity-Strategien. Da ist das Bild gemischt und viele haben es auf Dreijahressicht noch nicht geschafft, sich zu erholen. Vielversprechend haben sich einige Relative-Value-Strategien wie etwa Merger Arbitrage und Equity Market Neutral gezeigt.

**Metzger:** Unsere Investoren haben ein Problem mit den niedrigen Renditen bei sicheren Anlagen. Ich brauche also jetzt Ansätze, die mir einfach mehr Rendite liefern. Das geht aber nur, wenn ich bereit bin, eine höhere Volatilität und einen gewissen Drawdown in Kauf zu nehmen. Doch im letzten Jahr und 2008, als auch die traditionellen Asset-Klassen die Probleme hatten, funktionierten die meisten Absolute-Return-Strategien nicht. Genau dann, wenn Anleger sie gebraucht hätten.

**dpn: Gibt es überhaupt eine Definition von Absolute Return, auf die wir uns einigen können?**

**Striegler:** Ein Absolute-Return-Mandat sollte meiner Meinung nach eine möglichst geringe Korrelation zu den klassischen Asset-Klassen aufweisen. Dazu muss ein Zeithorizont vereinbart werden, in dem zumindest eine schwarze Null erzielt wird. Allerdings: Auf Einjahresbasis scheint die Branche das vor gewisse Herausforderungen zu stellen. Als Drittes muss man sich über die Renditequellen unterhalten. Absolute Return darf keine Black Box sein.

„Ich habe kein Problem damit, Ihnen eine schwarze Null in Aussicht zu stellen, wenn Sie sich mit zwei Prozent zufrieden geben.“ **Christian Frischauf, Bayern Invest**

**Frischauf:** Ich habe kein Problem damit, Ihnen eine schwarze Null in Aussicht zu stellen, wenn Sie sich mit zwei oder 2,5 Prozent Rendite zufrieden geben. Das ist den meisten Investoren verständlicherweise zu wenig.

**Striegler:** Wir haben unsere Renditeerwartungen deutlich abgebaut. Von früher 5,5 Prozent gehen wir inzwischen Richtung vier Prozent. Bei der Marke würde ich das Renditeziel eines Absolute-Return-Produkts auch verankern wollen.

**Frischauf:** Für mich ist Absolute Return ein Portfolio, das grundsätzlich viele Freiheiten zulässt und eine klare Zielrendite hat bei gegebenem Risikobudget. In schlechten Marktphasen eine geringe Korrelation zu den anderen Asset-Klassen, während in guten Markt-



Eine nur auf Diversifikation ausgelegte Absolute-Return-Strategie hat für Christian Frischauf den Nachteil, dass sie im Fall einer massiven Krise nicht mehr greift. Der Leiter Multi Asset-Klassen Management bei der Bayern Invest hält daher Absicherungen für extrem wichtig. Die Gesellschaft verwaltet rund 38 Milliarden Euro. Der 44-Jährige stammt aus Österreich und startete als Trainee bei der Österreichischen Länderbank (heute Unicredit). 1995 wechselte er zu RCM ins Renten- und Währungsmanagement. Von 2002 bis 2011 arbeitete er bei Pioneer Investments.

phasen natürlich jeder dabei sein möchte – eine klassische asymmetrische Verteilung.

**Umlauf:** Aus meiner Sicht muss der Absolute-Return-Manager in der Lage sein, beim Fallen seines Underlyings einen positiven Return zu erzielen. Das setzt zwingend voraus, dass er shorten kann. Ohne Short kein Absolute Return. Klassische gemischte Fonds sind keine Absolute-Return-Produkte, da sie mit Cash im besten Fall eine Null schaffen.

**dpn: Wie wird das allgemein so gesehen? Ist Shorten für eine Absolute-Return-Strategie essenziell?**

**Frischauf:** Je kürzer der Anlagezeitraum, umso mehr wird Shorten wichtig. Aber nicht, um netto Aktien short zu spielen, sondern um es als Hedge einzusetzen.

**dpn: Herr Montag, wie ist Ihre Sicht?**

**Montag:** Ich sehe das anders als Herr Umlauf. Wir haben zwar Strategien, die long-short arbeiten, aber auch Strategien, die ausschließlich long sind. Mit beiden sind wir in den letzten Jahren mit durchaus respektablen Zahlen aus dem Markt gegangen. Shorten muss nicht sein. Wichtiger ist für mich, wie stark

das Anlageuniversum eingeschränkt wird. Wenn Herr Striegler erwähnt, dass Nachhaltigkeitsaspekte berücksichtigt werden, kein Hebel angesetzt wird und wahrscheinlich keine Rohstoffe gekauft werden, dann nimmt er dem Manager viele Freiheiten. Je enger das Universum gefasst wird, desto schwieriger wird es, absolute Erträge zu erwirtschaften.

**dpn: Ist eine Zielrendite bei Ihnen ebenfalls ein zentraler Punkt?**

**Montag:** Es gibt Investoren, die Euribor plus X wünschen. Es gibt andere, die die Rendite eines gemischten Portfolios von 70 Prozent Bonds und 30 Prozent Aktien als Ziel vereinbaren. Wichtig ist, dass das Risikomanagement dies auch entsprechend steuern kann.

**dpn: Herr Fuchs, Ihre Definition?**

**Fuchs:** Der erste Schritt ist, zu fragen, welches Risiko- und Ertragsprofil möchte man als Kunde haben. Wer eine Volatilität von zehn Prozent akzeptiert, kann auch höhere Renditeansprüche haben als Euribor plus 200 oder 300 Basispunkte. Wer dagegen eine Volatilität um die vier Prozent vereinbart, darf durchaus den Anspruch geringer Drawdowns haben und gegebenenfalls vereinbaren, dass kein negatives Jahr dabei ist.

**Metzger:** Absolute Return lässt sich nicht pauschal fassen. Wir versuchen daher, vom Kunden her zu denken. Hat er eine Drawdown-Sicht oder kommt er von der

Renditeseite? Wenn Sie Absolute Return interpretieren im Sinne von so wenig wie möglich Drawdown, so wenig wie möglich Volatilität, das bedeutet dann im Extremfall Tagesgeld und deutsche Bundesanleihen. Andere Kunden haben ein Problem mit den tiefen Renditen und suchen daher Ansätze, die mehr Rendite liefern. Sie nehmen dafür Volatilität und Drawdown in Kauf. Eine dritte Gruppe braucht Absolute Return als taktisches Overlay über einen Aktienbestand.

**Umlauf:** Wir beschäftigen uns schon länger mit Absolute Return, aber bei Investoren fing das erst 2007 an. Und wurde 2008 mit der Krise gleich im Keim erstickt. So gesehen hätte das Umfeld ruhig ein bisschen vorteilhafter sein dürfen. Verständlich auch, wenn Investoren jetzt sagen: Absolute Return brauche ich nicht, hat nicht funktioniert. Aber das ist kurzfristig, denn es stellt sich jeder die Frage: Was ist die Antwort auf meine 80 Prozent Fixed Income im Portfolio? Wie komme ich da runter?

**dpn: Was sind die Antworten? Sind Absolute-Return-Ansätze die Alternative zu Bonds? Sind beispielsweise fünf Prozent Zielrendite bei einer Vola von fünf Prozent realistisch?**

**Frischaut:** Ich glaube nicht, dass solche Werte beim aktuellen Zinsniveau nachhaltig sind. Man sollte dem Kunden auch kein falsches Bild vorspielen. Eventuell kann durch die Auswahl mehrerer Fondsmanager und Anlagestile das Chancen-Risiko-Profil weiter verbessert werden.

**dpn: Herr Montag, wie realistisch sehen Sie fünf Prozent Zielrendite bei fünf Prozent Vola?**

**Montag:** Wir alle nutzen Zahlen der Vergangenheit für unsere Prognosen. Gemessen daran wäre so etwas absolut realistisch. Da ich aber besonders bei Renten größere Bedenken habe, dass wir die Renditen der Vergangenheit wiedersehen werden, bin ich eher skeptisch bei Ihrer Vorgabe.

„Es gibt eine Notwendigkeit, über Strategien und nicht über Asset-Klassen zu diversifizieren. Damit Markowitz überhaupt noch funktioniert.“

**Thomas Metzger, Bankhaus Bauer**

**Umlauf:** Mal anders definiert: Absolute Return bedeutet in einem engeren Sinne, dass Sie etwas in das Portfolio bringen, was mit Beta relativ wenig zu tun hat.

**Metzger:** Richtig, wir haben doch erlebt, dass in den letzten Jahren die traditionellen Asset-Klassen parallel gelaufen sind und wir über Asset-Klassen gar nicht



Von einer Diversifikation in verschiedene Strategien erhofft sich Thomas Metzger bessere Ergebnisse. Der Leiter Asset Management beim Stuttgarter Bankhaus Bauer ist für die strategische und taktische Asset Allocation aller aktiv verwalteten Kundengelder verantwortlich. Der 33-Jährige steuert darüber hinaus von Stuttgart aus das Asset Management im Bereich institutionelle Kunden für die Raiffeisenbank Reutte, zu der das Bankhaus Bauer seit Oktober 2010 gehört. Bereits während seines BWL-Studiums war Metzger im Fondsmanagement tätig.

mehr richtig diversifizieren konnten. Das führt zu der Notwendigkeit, über Strategien und nicht Asset-Klassen zu diversifizieren. Damit Markowitz überhaupt noch funktioniert. Ich nenne das eine zweite Diversifikationsebene fürs Portfolio.

**dpn: Mit was für Erwartungen kommen die Kunden zu Ihnen, wenn Absolute Return das Thema ist?**

**Metzger:** Sie möchten nichts mehr verlieren – das ist fast immer die Erwartung. Auf der anderen Seite gibt es beispielsweise vermehrt Family Offices, die offen sind für aggressivere Strategien. Sie möchten fünf oder vielleicht sogar sechs Prozent erwirtschaften. Wir nehmen zwei sehr unterschiedliche Strömungen wahr.

**Fuchs:** Den regulatorischen Aspekt, durch den Eigenkapital ein zunehmend knapperes Gut wird, darf man beim Thema Absolute Return auch nicht vergessen. Viele Investoren haben sich aus dem Aktienbereich stark zurückgezogen. Hier können Absolute-Return-Strategien einen Ansatz bieten, um mit einem defensiveren Risikoprofil wieder in die Anlageklasse einzusteigen.

**dpn: Wie konkret sind in solch einem Fall die Vorgaben?**

**Fuchs:** Sind Consultants involviert, dann sind die Vorstellungen oft sehr konkret. Dort wird teilweise nach Anlageklassen eingeschränkt und ein genaues Risiko- und Ertragsprofil vorgegeben. Als Anbieter müssen wir dann prüfen, wie wir mit unseren Strategien in das Universum des Kunden hineinpassen.

**dpn: Können Sie konkrete Zahlen für die Vorgaben von Investoren nennen?**

**Fuchs:** Das ist sehr unterschiedlich. Es kann von konservativen Multi-Asset- oder Multi-Strategie-Mandaten bis hin zu spezialisierten Mandaten gehen, die auch zehn Prozent und mehr Performanc-Erwartung bei Inkaufnahme einer deutlich höheren Volatilität haben.

**Striegler:** Nicht bei uns. Wir haben nicht die Erwartung, dass in guten Jahren zweistellige Renditen erzielt werden. Ich möchte einfach nur vermeiden, auf ein Kalenderjahr gesehen Verluste zu schreiben. Mir ist klar, dass dann die Rendite begrenzt ist. Aber das Vermeiden von Verlusten scheint in der Branche noch nicht überall zu funktionieren. Noch etwas: Die Diskussion um Volatilität führt dazu, dass wir uns im Grunde genommen über andere Risikomaße unterhalten müssten.

**Frischaut:** Herr Striegler, Sie beschreiben einen klassischen institutionellen Anleger, der Rendite nach oben

aufgibt, wenn auf der anderen Seite die Mindestrendite gehalten wird. Eine effiziente Einhaltung der Mindestrendite kann durch VaR-basierte Konzepte erreicht werden. Letztlich geht es darum, eine solide Rendite bei gegebenem Risikobudget zu liefern.

**Fuchs:** Ich glaube, man sollte sich im Allgemeinen bei Risiko auch mehr auf Extrem-Events, also die Tail Risks fokussieren. Im Portfoliokontext stellt sich damit die Frage, durch welche Strategien man möglicherweise Extremschocks am Aktienmarkt entgegenwirken könnte. Wir bieten unseren institutionellen Kunden hier Lösungen an, bei denen viel Wert auf die Optimierung der Kosten für die Absicherung gelegt wird.

**Umlauf:** Der Anteil solcher Absicherungen wird erfahrungsgemäß niemals so hoch sein, um den Event dann komplett zu egalisieren.

#### **dpn: Wenn Investoren von Absolute-Return-Strategien bis zu zehn Prozent erwarten – ist das überhaupt noch Absolute Return?**

**Metzger:** Das ist sicher ein anderer Ansatz, den wir wie gesagt eher bei Family Offices sehen und nicht bei großen institutionellen Investoren. Das mag daran liegen, dass Family Offices freier vorgehen und nicht so stark reguliert sind. Die haben dann auch mehrere Bausteine dieser Art, mehrere Anbieter, mehrere Strategien – von Global Macro bis quantitative Trendfolger.

#### **dpn: Absolute-Return-Strategien gibt es viele. Welche finden Sie heute besonders interessant?**

**Montag:** Eine Risikoparitätsstrategie, die das Risiko aus vier nicht korrelierenden Asset-Klassen gleich verteilt. Aktien, Renten, Rohstoffe und kurzlaufende Zinsen. Jede der vier Anlageklassen trägt 25 Prozent des gesamten Volatilitätsrisikos. Dabei ist eine Volatilität zwischen einem und maximal 20 Prozent frei wählbar. Der Investor entscheidet letztlich, ob er eine Strategie mit Dreier-, Siebener- oder Zwölfer-Volatilität haben möchte.

**Striegler:** Ein Prozent Vola, das bedeutet, dass Sie dann aber keine Aktien mehr haben?

**Montag:** Verschwindend gering. Von der Kapitalverteilung kommt ein Portfolio mit weit über 90 Prozent Renten und kurzfristigen Zinsen dabei heraus. Vom Risikoansatz haben Sie aber eine Gleichverteilung zwischen den vier Anlageklassen des Portfolios. Seitdem wir Portfolios so steuern, hat es gut funktioniert. Wir hatten seit 2004 kein negatives Jahr und haben 2008 mit neun Prozent Plus abgeschnitten. Im letzten Jahr war es ein Plus von einem Prozent bei einer Siebener-Volatilitätsstrategie.

**Umlauf:** Nach meiner Definition ist das aber kein Absolute-Return-Ansatz. Was sind denn die Werttreiber für dieses Produkt? Der Treiber ist doch einfach, dass sich die vier Asset-Klassen positiv entwickeln. Wenn schon nicht alle gleichzeitig, dann aber möglichst mehrheitlich positiv.

„Ich glaube, dass die meisten Investoren Absolute-Return-Strategien noch nicht systematisch in die klassischen Bausteine integrieren können.“

**Michael Fuchs, Bank of America Merrill Lynch**

**Montag:** Die vier Asset-Klassen haben eine niedrige Korrelation zueinander, sind global diversifiziert und weisen Risikoprämien auf.

**Fuchs:** Risk-Parity-Konzepte sehen derzeit tatsächlich auch bei uns eine hohe Nachfrage. Wichtig ist dabei zu sehen, dass diese Strategiekategorie stark auf historische Korrelationen abstellt. Schwer hat es dieser Strategietyp insbesondere in Phasen von Korrelationsbrüchen. Beim Risikomanagement sollte man zudem den aktuell hohen Rentenanteil vor dem Hintergrund des historisch niedrigen Zinsniveaus berücksichtigen.

#### **dpn: Herr Frischauf, was für eine Strategie finden Sie im Absolute-Return-Bereich interessant?**

**Frischauf:** Absolute Return könnte ein neuer Weg sein für Kunden, die bisher in Staatsanleihen investiert haben, vielleicht Corporate beigemischt, und jetzt eine Alternative suchen. Wir bieten ein Produkt, das auf Eonia-Basis plus 100 gesteuert wird mit einer schwarzen Null als Mindestrendite. Grundsätzlich ist alles zugelassen, aber aufgrund des Risikoparameters in sehr geringem Ausmaß. Das soll Kunden ansprechen, die aus dem klassischen Rentenbereich kommen.

#### **dpn: Das klingt nach Zinspapieren.**

**Frischauf:** Ja, das ist eine Investment-Lösung, die ein ähnliches Risikoprofil aufweist wie Anleihen. Für Anleger, die ein breites globales Anlageuniversum suchen, bieten wir mit unserem absolut ertragsorientierten Multi-Asset-Klassen-Portfolio eine Anlage, die in allen Marktphasen Chancen wahrnimmt.

**Umlauf:** Da steuert das Bauchgefühl aber stark mit, oder?

**Frischauf:** Ich würde es nicht Bauchgefühl nennen, sondern Erfahrung. Denn die Bewertung der Assets erfolgt auf Basis langjähriger Investment-Erfahrung und eines breiten Analyseinstrumentariums.

**Metzger:** Wir versuchen, das Bauchgefühl komplett auszuschalten, und sind auf der Absolute-Return-Seite quantitativ unterwegs. Das Handelsmodell wird mit technischen Daten vollautomatisch gefüttert. Das Modell ist ursprünglich für die Equity-Seite entwickelt worden



Statt auf Single-Asset-Strategien setzt Michael Fuchs beim Thema Absolute Return auf Multi-Asset-Lösungen. Der Direktor bei Bank of America Merrill Lynch ist verantwortlich für Merrill Lynch Investment Solutions, eine Luxemburger Plattform, über die Ucits-konforme Absolute-Return-Produkte aufgelegt werden. Der 38-Jährige ist seit mehr als 14 Jahren in der Branche in den Bereichen Wertpapierhandel, Produktentwicklung und Vertrieb tätig. Das Thema alternative Investments beschäftigte Fuchs bereits in seiner Zeit bei der DZ Bank und Union Investment intensiv.



Eine Gleichverteilung des Risikos je Asset-Klasse empfiehlt Michael Montag. Der Betriebswirt ist seit 2011 Geschäftsführer bei Aquila Capital Institutional und betreut Versicherungen, Versorgungswerke und Pensionskassen bei dem Spezialisten für alternative Investments. Aquila Capital wurde 2001 als unabhängige Anlagegesellschaft gegründet und verwaltet heute rund 3,8 Milliarden Euro. Der 52-jährige Montag ist seit Jahren in der Branche und war unter anderem bei der Westdeutschen Landesbank, Nomura und Pictet tätig, wo er die Betreuung institutioneller Kunden verantwortete.

mit dem Ziel, Renditen im zweistelligen Prozentbereich zu erwirtschaften. Mittlerweile beziehen wir auch Währungen, Commodities und Renten mit ein. Das Modell war letztes Jahr recht stabil.

**dpn: Herr Fuchs, was finden Sie interessant?**

**Fuchs:** Wir haben die meisten unserer Mandate an externe Portfoliomanager vergeben, die zehn und mehr Jahre Erfahrung im Absolute-Return-Bereich haben und ihre erfolgreichen Strategien nun auch im regulierten Ucits-Rahmen anbieten. Ich denke, Erfahrung ist das entscheidende Kriterium. Zudem ist meines Erachtens auch wichtig, für jeden Strategiebereich den richtigen Experten zu finden, denn das Universum ist enorm heterogen.

**dpn: Bei vielen Managern habe ich den Eindruck, dass sie die Erfahrung nicht in Performance umsetzen können. Haben Sie Beispiele für erfolgreiche Strategien?**

**Fuchs:** Nehmen wir als Beispiel den Bereich Aktien long-short. Hier gibt es einige Manager mit Long Bias, deren Expertise es ist, gute Einzeltitel auf der Long- wie auf der Short-Seite zu selektieren. In einem zweiten Schritt geht es darum, das Markt-Exposure taktisch zu steuern, um die Drawdown-Risiken zu begrenzen. Einige der Manager haben das in der Vergangenheit sehr gut geschafft. Der Sommer 2011 war aber für viele die-

ser Manager herausfordernd. Der zweite Block ist im Prinzip der Bereich der marktneutralen Strategien. Bei uns konnte da vor allem eine Equity-Market-Neutral-Strategie und eine Merger-Arbitrage-Strategie überzeugen, aber auch im Rohstoffbereich lassen sich sehr attraktive marktneutrale Profile generieren. Daneben gibt es Multi-Strategie-Ansätze, die durch breite Diversifikation eine Optimierung des Risiko- und Ertragsprofils anstreben.

**dpn: Herr Striegler, welche der verschiedenen Strategien überzeugt Sie?**

„Für mich zählen auch erneuerbare Energien, Wald- und Agrar-Investments zu Absolute Return, denn diese erzielen stabile Cashflows.“

**Michael Montag, Aquila Capital**

**Striegler:** Ich wünsche mir ein Produkt mit Strategien, die weltweit in alle möglichen Zinsprodukte investieren. Ich weiß nicht, ob es in Indonesien Pfandbriefe von

zuverlässigen Emittenten gibt – aber wenn ja, dann auch dort. So breit gestreut wie möglich. Natürlich müssen unsere nachhaltigen Anlagerichtlinien eingehalten werden. Und ich wünsche mir einen Fondsmanager, der alle Möglichkeiten nutzt angesichts der Tatsache, dass wir uns von dem hohen Prozentsatz bei Bundesanleihen verabschieden müssen. Ob man das dann Absolute-Return-Produkt nennt, weiß ich nicht.

**Montag:** Ich glaube, wir haben den Begriff zu eng gefasst. Für mich zählen auch Sachwerte wie erneuerbare Energien, Wald- und Agrar-Investments zu Absolute Return, denn diese erzielen stabile Cashflows und entwickeln sich unkorreliert zu traditionellen Anlageklassen.

**dpn: Herr Umlauf, was sagen Sie als Consultant zu diesen Strategien?**

**Umlauf:** Wenn ich institutioneller Investor wäre, dann hätte ich folgendes Anforderungsprofil: Ich habe Bonds und möchte diese substituieren. Mit Anlagen, die das gleiche Risikoprofil und ungefähr das gleiche Ertragsprofil haben. Am liebsten möchte ich, dass dieses Profil mit den gleichen Underlyings produziert wird. Also mit Staatsanleihen. Sonst hätte ich ein anderes Liquiditätsprofil. So etwas wäre für einen institutionellen Investor doch sehr attraktiv. Er kennt das Underlying, er hat die Liquidität und er hat aufsichtsrechtlich im Stresstest keine Nachteile. Diese Strategien werden Global Rates genannt, doch leider gibt es davon nicht viele.

**Striegler:** Mir wäre das zu eng. Weil ich nämlich gerade als kirchlicher Investor bei Staatsanleihen eingeschränkt bin. Wenn ich Länder mit Todesstrafe oder einer höheren Korruptionsrate ausschließe, gibt es viele Staaten der Welt, in denen ich nicht investieren darf.

**Frischauf:** Ich sehe ein Problem mit dem Risikoprofil dieser Strategie. Denn im Prinzip sprechen wir von hoch korrelierten Märkten. Mit Ihrem Modell, Herr Umlauf, bewegt man sich komplett im gleichen Instrument, das der Kunde schon hat. Mir fehlen die Alpha-Quellen.

**Umlauf:** Das sehe ich anders: Sie haben Intra- und Intermarket-Beziehungen in den G5- bis G10-Märkten und damit reichlich Alpha-Quellen. Wenn Sie sich diese Profile ansehen, dann ist die Korrelation zu einem herkömmlichen Staatsanleihen-Investment nicht gegeben.

**dpn: Was kann ein Investor von so einer Strategie erwarten?**

**Umlauf:** Unterschiedliches. Es gibt Ansätze mit zweistelligen Return-Erwartungen, aber auch Ansätze, die mit einer Dreier-Volatilität agieren. Doch egal, ob Global-Rates-Strategien oder andere Strategien: Als Investor sollten Sie immer mehrere Ansätze miteinander kombinieren. Wenn Sie im Absolute-Return-Bereich mehrere Manager kombinieren, bekommen Sie 40 bis

70 Prozent des Risikos wegdiversifiziert. Dazu brauchen Sie ungefähr acht bis zehn Ansätze.

**Montag:** Das sehen wir ähnlich. Und auch auf Anleihen als Renditequelle setzen wir demnächst mit einem Long-Only-Produkt über zehn respektive 20 globale Bond-Märkte, bei dem die Risiken paritätisch verteilt werden. Wenn ich in Staatsanleihen von Norwegen, Australien, Neuseeland investieren kann, bekomme ich ein anderes Risikoprofil als bei einem Portfolio mit ausschließlich deutschen Staatsanleihen.

**dpn: Wieder einmal eine Strategie nur mit Bonds. Sind Anleihen das Entscheidende, wenn es um Absolute Return geht?**

**Umlauf:** Das Problem ist, dass viele Bond-Strategien einfach nur long-only sind und genau diese Abhängigkeit vom Beta haben Investoren bereits mehr als genug im Fixed-Income-Bereich.

**Frischauf:** Ich würde nicht sagen, dass sich alle Staatsanleihen in die gleiche Richtung bewegen, aber richtig ist schon, dass die Korrelationen in den letzten Jahren zugenommen haben.

**Umlauf:** Es geht nicht um Bonds long, sondern um eine andere Bewirtschaftung der Asset-Klasse. Das heißt, es werden andere Strategien aufgesetzt. Und wenn ich nicht long sein will, was bleibt dann noch? Dann muss ich long-short sein.

**Montag:** Aber schon beim Einsatz eines Hebels scheiden sich doch die Geister.

**Umlauf:** Warum muss ein Hebel denn schlecht sein?

**Montag:** Ich rede aus der Investorensicht. Gehen Sie raus zu den Kunden, Sie werden diese Aussage immer wieder hören: Wir wollen keine Hebelprodukte.

**Umlauf:** Von Investorensicht hören wir teilweise, dass Absolute-Return-Strategien nicht transparent sind und Derivate eingesetzt werden. Gleichzeitig steuert aber fast jeder Investor sein Portfolio im Overlay mit Derivaten und in Bezug auf die Transparenz sehen wir keine Unterschiede zu traditionellen Mandaten.

**dpn: Ist Transparenz tatsächlich ein besonderes Thema?**

**Fuchs:** Transparenz ist natürlich ein Thema, aber wir sehen darin erst einmal kein Problem. Wir bieten je nach Investorenwunsch verschiedene Transparenz-Level. Nicht viele unserer Kunden wünschen sich Transparenz bis auf die Einzelpositionen. Aber wir können jeden Transparenzgrad bis hin zum Individual-Reporting bereitstellen. Den meisten Investoren reicht unser Standard-Reporting, das je-

„Wir haben nicht die Erwartung, dass in guten Jahren zweistellige Renditen erzielt werden.“ **Heinz Thomas Striegler, EKHN**

doch auch bereits eine sehr tiefe Einsicht in Exposure- und Risikokennziffern liefert.

**dpn: Gibt es Vorbehalte beim Thema Derivate?**

**Fuchs:** Die meisten erfahrenen Investoren haben keine Schwierigkeiten mit dem Einsatz von Derivaten als Teil eines ausbalancierten Portfolios – ich denke, das Wichtige ist, den Kunden dabei zu helfen, zu verstehen, wie Derivate eingesetzt werden und welchem Ziel sie dienen.

**Metzger:** Bei unserem Ansatz arbeiten wir zwangsläufig mit Futures. Und wir beobachten ein subjektives Unbehagen der Investoren, die mit Derivateansätzen weit kritischer umgehen als mit Long-Only-Ansätzen. Aber dieses Misstrauen kann man ein Stück weit abbauen.

**Frischauf:** Beim Thema Transparenz ist doch viel getan worden. Ich muss mir nur anschauen, wie sich das Reporting die letzten zehn Jahre entwickelt hat. Auch in den Anlageausschüssen wird nach dem Warum, dem Wann und dem Wohin einer Strategie gefragt.

**dpn: Also gibt es aus Ihrer Sicht keinen Grund, Absolute Return aus Mangel an Transparenz abzulehnen?**

**Frischauf:** Nein. Bei Derivaten gibt es natürlich unterschiedliche Risikoaversionen. Da muss noch Entwicklungsarbeit geleistet werden.

**Montag:** Unsere Strategien werden alle über Derivate umgesetzt. Im Regelfall börsengehandelte Futures, weil die Transaktionskosten gering sind und die Liquidität hoch ist. Bei den Investoren ist das aber kein Problem. Transparenz schon. Deshalb legen wir alles offen, was im Portfolio passiert. Vom Exposure bis hin zu allen geforderten Reportings. Heutzutage eine Grundvoraussetzung, die Sie erfüllen müssen.

**dpn: Neben Transparenz und Einsatz von Derivaten ist bei Absolute Return die Risikosteuerung im Portfolio ein Thema. Wie werden Absolute-Return-Mandate behandelt?**

**Striegler:** Sie werden bei uns als eigene Asset-Klasse betrachtet und von der Risikosteuerung aus dem Overlay rausgehalten.

**Frischauf:** Das finde ich auch richtig. Gerade Versicherer mit einer eigengesteuer-



Enttäuscht, aber nicht entmutigt – das ist Heinz Thomas Striegler vom Absolute-Return-Konzept. Der Finanzdezernent der Evangelischen Kirche Hessen Nassau (EKHN) in Darmstadt verwaltet rund 1,3 Milliarden Euro Rücklagen. Etwa 60 Prozent sind in Anleihen investiert. Der 55-Jährige studierte Jura und Volkswirtschaft und arbeitete als Rechtsanwalt, Referent im Bundesministerium für Raumordnung, Bauwesen und Städtebau sowie als Stadtdirektor in Lengerich. Sein Amt bei der EKHN trat er vor zehn Jahren an. Striegler ist Vorsitzender des Arbeitskreises Ethische Investments der EKD.

ten Asset Allocation kaufen gerne zum Beispiel ein Multi-Asset-Produkt dazu, das in diese Gesamtallokation hineinpassen soll. Unser Auftrag als Asset Manager ist es dann, einen alternativen Baustein anzubieten, der sich auf das Gesamtportfolio positiv auswirkt.

**Montag:** Ich sehe das ähnlich, es kann nur ein Baustein in der Gesamtstrategie sein.

**Metzger:** Ein Großteil unserer Investoren sieht unsere Lösungsvorschläge und Angebote ebenfalls als klassische Bausteine und versucht, traditionelle Asset-Klassen zu ersetzen. Oder dem Gesamtportfolio eine andere Risikostruktur zu verpassen sozusagen. Absolute Return wird integriert in den Gesamtkontext.

**Fuchs:** Das kann ich leider aus meiner Sicht noch nicht für die Breite des Marktes bestätigen. Ich glaube, dass die meisten Investoren Absolute-Return-Strategien noch nicht systematisch in die klassischen Bausteine integrieren können. Nehmen wir als Beispiel einen Long-Short-Equity-Manager, der in positiven Marktphasen idealerweise profitiert und gleichzeitig Schutz in schwierigen Marktphasen bieten soll. Wenn ich das Aktien-Portfolio-Managern vorstelle, finden sie das Risiko- und Ertragsprofil oft überzeugend, aber sie investieren meist nicht, weil sie sich nicht so weit von der Benchmark wegbewegen dürfen. Wir sehen aber erste Tendenzen hin zu einem Absolute-Return-Block für solche Strategien.

**Umlauf:** Der erste Schritt ist es, einen Absolute-Return-Block mit Strategien zu füllen. Vereinzelt gibt es dann Investoren, die weitergehen und ein Underlying be-

„Klassische gemischte Fonds sind keine Absolute-Return-Produkte, da sie mit Cash im besten Fall eine Null schaffen.“

**Frank Umlauf, Tajdo Consulting**

wirtschaften, also sich zum Beispiel für ihr Aktien-Exposure entscheiden dieses über ein passives Aktien-Investment oder einen Long-Short-Ansatz oder einen marktneutralen Manager umzusetzen. Weg von Schwarz oder Weiß, Aktien haben oder nicht haben.

**dpn: Welchen Anteil sollte der Absolute-Return-Block im Portfolio haben?**

**Umlauf:** Den Effekt können Sie vernachlässigen, wenn die Gewichtung nicht Richtung 15 bis 20 Prozent geht. Dabei hilft es, schrittweise Erfahrungen zu sammeln. Die verhaltenen Ergebnisse der letzten Zeit machen einen Aufbau jetzt eher interessanter.



Absolute-Return-Ansätze funktionieren nur, wenn sich der Portfolio-Manager gegen fallende Märkte mit Derivaten wehren könne, meint Frank Umlauf. Der Investment Consultant ist Geschäftsführer und Gründer von Tajdo Consulting, die institutionelle Anleger berät. Bis 2008 war der 44-Jährige vier Jahre bei Faros Consulting tätig; bis 2004 verantwortete Umlauf die Manager-Selektion bei Feri. Vor seinem Wechsel ins Beratungsgeschäft hat Umlauf lange Zeit als Portfoliomanager von globalen Aktienfonds bei mehreren Fondsgesellschaften gearbeitet. Umlauf ist Diplom-Volkswirt und CFA.

**dpn: Was würde Absolute Return entgegenkommen?**

**Umlauf:** Ein Rückgang des politischen Faktors auf die Kapitalmärkte würde auch zu einem Rückgang der bestehenden Verzerrungen führen und gerade für Absolute-Return-Ansätze Potenziale freilegen.

**dpn: Absolute Return, was haben Sie heute gelernt?**

**Striegler:** Wichtig wäre mir, dass wir eine Erweiterung bei Indizes um Nachhaltigkeitsaspekte bekommen, damit der Derivateinsatz leichter fällt. Weil ohne Derivate viele Absolute-Return-Modelle nicht umsetzbar sind. Noch eine offene Flanke ist die Risikomesung. Ich frage mich, inwieweit wir mit den bisherigen Instrumenten und Kennzahlen weitermachen können.

**Fuchs:** Es zeigt sich, dass deutsche institutionelle Investoren immer noch sehr stark auf Fixed Income fokussiert sind. Daher müssen wir intelligente Antworten für diesen Bereich bieten, wenn wir Absolute Return bei Institutionellen voranbringen wollen. In diese Richtung müssen wir weiterdenken.

**Metzger:** Die Trennung zwischen Absolute Return und traditionellen Asset-Klassen wird sich in Zukunft aufweichen. Die Idee, Asset-Klassen als Lieferant für verschiedene Strategien herzunehmen, finde ich gut. Absolute Return heißt, verschiedene Strategien zu spielen. Es nicht mehr die Blöcke geben, sondern die Strategien werden immer stärker ihren Weg finden in die traditionellen Asset-Klassen.

**Frischauf:** Es wird immer deutlicher, dass aktives Risikomanagement die Schlüsselqualifikation ist. Nur wenn es den Absolute-Return-Produkten gelingt, die in Aussicht gestellten Renditen auch nach unten abzusichern, haben die Anleger Freude mit dem Produkt. Steigende Zinsen würden uns natürlich dabei helfen.

**Montag:** Wichtig ist der Aspekt der Transparenz, das ist eine der Grundanforderungen an Absolute-Return-Produkte. Hoffnungsvoll bin ich, dass beim Einsatz von Derivaten auf Seiten der Investoren eine größere Bereitschaft entsteht. Letztendlich ist auch zu hoffen, dass Absolute-Return-Strategien mehr auf Portfolioebene eingesetzt und nicht nur als punktueller Investment betrachtet werden.

**Umlauf:** Absolute Return ist ein herausfordernder Weg, der in den letzten Jahren nicht mit herausragenden Ergebnissen begleitet war. Nichtsdestotrotz, ist es wichtig, diesen Weg weiterzugehen. Wir sehen kaum Alternativen, um die Effizienz im Gesamtportfolio so deutlich zu verbessern. ■