



»Keine Hauruck-Aktionen im Portfolio«

Text: Markus Deselaers | Fotos: Piotr Banczerowski

VV-Fonds im Spannungsfeld von Niedrigzins und Anleger-Erwartungen - wohin geht die Reise im Portfoliomanagement? Vier Experten diskutierten mit DAS INVESTMENT im Vorfeld der funds excellence 2017



Die Teilnehmer (von links):
 Jürgen Kultscher,
 ARTS Asset Management,
 ein Unternehmen der
 C-QUADRAT Gruppe;
 Steffen Blaudszun, Gothaer
 Asset Management;
 Tobias Spies, Huber, Reuss
 & Kollegen;
 Klaus-Dieter Erdmann,
 funds excellence

DAS INVESTMENT: Als wir vor einem Jahr anlässlich der funds excellence diskutiert haben, hatte gerade das Brexit-Referendum stattgefunden. Im November 2016 wurde Donald Trump zum US-Präsidenten gewählt. Reagieren Sie im Fondsmanagement direkt auf politische Ereignisse?

Jürgen Kultscher: Nein, unser trendfolgendes System ist eher mittel- bis langfristig aufgestellt. Das hat gute Gründe: Am Tag nach der Trump-Wahl hat der deutsche Aktienmarkt 4 Prozent im Minus geöffnet und am Abend 1 Prozent im Plus geschlossen. Sind Systeme zu kurzfristig eingestellt, kann so schnell ein ungünstiges Timing dabei herauskommen. Das ist kein kleines Risiko in Zeiten, in denen die Volatilitäten

an den Märkten nicht zuletzt aufgrund von politischen Ereignissen zunehmen.

Steffen Blaudszun: Das sehen wir ähnlich. Unsere Fonds waren bei der zurückliegenden Rally am US-Aktienmarkt nicht mit dabei, weil der kräftige Kursanstieg fundamental aus unserer Sicht nicht begründet war. Dafür hatten wir europäische Aktien stärker allokiert. Unsere strategische Asset Allokation ist langfristig ausgerichtet, darauf folgen dann die taktische Allokation sowie die Zielfonds- und Managerauswahl. Hauruck-Aktionen im Portfoliomanagement sind da nicht angesagt.

Tobias Spies: Für uns bieten solche Börsentage, an denen die breite Masse der Anleger in eine Richtung marschiert, eher die

Chance, antizyklisch zu agieren. Unsere grundsätzliche Haltung wird dabei nicht infrage gestellt. Für die Fixed-Income-Seite bedeutet dies, dass wir uns immer fragen, ob Unternehmen oder Staaten ihre Schulden zurückzahlen können. Und auf der Aktienseite ist entscheidend, ob bei Unternehmen dauerhaft strukturelles Wachstum zu erwarten ist. Das alles ändert sich mit der Wahl eines Donald Trump nicht sofort.

Wie ist das zurückliegende Jahr für vermögensverwaltende Fonds gelaufen?

Klaus-Dieter Erdmann: Das hing unter anderem von der Kategorie ab, der die Fonds angehörten. Es gab Vertreter, die eher langfristig orientiert und sehr vor- ▶



»Nicht den Fehler begehen, den Rentenmarkt komplett abzuschreiben«

Tobias Spies,
Leiter Fixed Income,
Huber, Reuss & Kollegen

sichtig agieren, und andere, die sich mit Blick auf das erwartete Ergebnis der US-Wahlen verspekuliert hatten. Das konnte die Jahres-Performance kosten. Probleme hatten aber vor allem die Fonds, die als neues Allheilmittel gehandelt worden sind: also Absolute-Return-Fonds. Sie litten besonders unter den schwer vorhersagbaren Ereignissen des letzten Jahres und produzierten in Summe Verluste, die bei den meisten vermögensverwaltenden Strategien so nicht eingetreten sind.

Aber Marktschwankungen bieten ja auch Chancen. Doch der Regulator sieht die Volatilität nur als Risikofaktor an.

Kultscher: Ganz klar benötigt man aus unserer Sicht ein gewisses Maß an Volatilität, um Erträge erwirtschaften zu können. Wenn sich ein Titel nicht bewegt, ist die Volatilität null – und ich kann nichts verlieren, aber auch nichts gewinnen. Als Risikomaß müsste man also eher eine Art Downsize-Volatilität nehmen. Zudem ist in historischen Kursverläufen oft das Ri-

siko nicht abgebildet. Bei einer Anleihe habe ich vielleicht das Risiko, dass der Schuldner das Geld nicht mehr zurückbezahlt. Dieses Risiko äußert sich aber in der Vergangenheit oft nicht in Form von Kursbewegungen – also in Volatilität. Als aktiver Risikomanager sichern wir die Positionen mit Stop-Loss-Verkäufen ab, um ausschließlich auf bereits eingetretene Verluste in die Position zu gehen. Die Volatilität nutzen wir dabei als Kennzahl, um zu berechnen, wie weit eine Stop-Loss-Marke vom Höchstpreis entfernt sein sollte.

Blaudzun: Aus Sicht des Anlageberaters ist beim Thema Risikodarstellung eher die Underwater-Period oder der Maximum Drawdown interessant. Die Volatilität gibt mir bestenfalls als Anleger das Gefühl, auf was ich mich einstellen muss, also wie viel Minus und Plus es historisch gegeben hat. Nicht-professionelle Anleger haben ja heute schon Gesprächsbedarf, wenn sie mal minus 5 oder 6 Prozent sehen. Dass Schwankungen notwendig sind, damit das Kapital entsprechend wachsen kann,

wird gern ausgeblendet. Bei diesem Thema herrscht kontinuierlicher Beratungsbedarf.

Spies: Viele unserer Privatkunden beobachten ihre Depotentwicklung genau und schauen oft täglich in ihr Online-Account rein. Je häufiger ein Kunde sich mit dem Vermögensstand beschäftigt, desto mehr ist er in der Tagesaktualität gefangen. Die täglichen Schwankungen machen diesen Kunden natürlich mehr zu schaffen als Mandanten, die sich nur alle zwei, drei Monate auf den Stand der Dinge bringen. Die nehmen die Volatilität gar nicht so wahr.

Kultscher: Das nennt sich Happiness-Faktor. Negative Erfahrungen werden doppelt so stark gewichtet wie positive. Wenn ich mehrmals täglich in mein Portfolio sehe, steht jeweils die Chance 50 zu 50, dass ich einen Gewinn oder Verlust registriere. Das heißt, ich habe statistisch gleich viele negative und positive Erfahrungen, und doch ist der Kunde unglücklich. Je länger die Abstände werden, in denen der Kunde ins Portfolio sieht, desto häufiger wird er positive Renditen sehen, und der Happi-

»Für Berater sind Underwater-Period und Maximum Drawdown interessant«

Steffen Blaudzun,
Senior Manager Marketing & Vertrieb,
Gothaer Asset Management





»Als aktiver Risikomanager sichern wir uns mit Stop-Loss-Verkäufen ab«

Jürgen Kultscher,
Fondsmanagement, ARTS Asset Management,
ein Unternehmen der C-QUADRAT Gruppe

ness-Faktor nimmt zu. Das ist die Last, die wir Kunden abnehmen: Wir müssen mehrmals täglich ins Portfolio schauen.

Wobei passiv gemanagte ETFs auf dem Vormarsch sind – und von Verbraucherschützern aufgrund niedrigerer Kosten dringend empfohlen werden.

Blaudszun: Ja, aber da sollten wir differenzieren. Wenn Sie eine etablierte Asset-Klasse nehmen, etwa den Euro Stoxx 50 oder Anleihen aus der Eurozone, kann es sinnvoll sein, einen ETF zu wählen. Hier ist es für einen aktiven Manager schwierig, bei einer höheren Kostenquote besser zu sein als ein ETF. Wenn Sie aber die Emerging Markets nehmen, fahren Sie wahrscheinlich besser mit einem Manager, der sich auskennt. Hierzu würden mir wenig Argumente für einen ETF einfallen.

Erdmann: Es gibt ja auch Professoren, die meinen, dass passive ETFs immer die bessere Lösung sind und sogar Fonds dazu auflegen. Die Quintessenz ist aus meiner Sicht, dass ich gar nicht passiv investie-

ren kann, irgendjemand muss eine aktive Entscheidung treffen. Die Frage ist: Will ich sie treffen? Habe ich die Fähigkeit, die Informationen, die Lust und die Zeit dazu? Ich bezahle bei einem Fondsmanager für die Bequemlichkeit und das Risikomanagement. Denn gern wird verschwiegen, dass auch der Dax mal von seinem Hoch bis zum Tief 70 Prozent verloren hat.

Blaudszun: Anlageentscheidungen nur aufgrund einer Kostendebatte zu führen ist genauso sinnfrei wie allein aus Gründen der Steuerersparnis. Dazu gibt es ja genügend historische Beispiele.

Dann dürften Sie die Steueranreize der Investmentsteuerreform, die ab 2018 in Deutschland gilt, nicht gerade erfreuen?

Kultscher: Wir haben seit einigen Jahren in Österreich eine ähnliche Besteuerung. Im Prinzip ist es doch so: Der Staat will regelmäßig Cash in den Fonds erzeugen und möchte nicht warten, bis der Anleger den Fonds verkauft und erst dann die Abgeltungssteuer zahlt. Der zweite Punkt

ist, dass der Bestandsschutz aufgegeben werden soll. Beides ist für Investoren nicht gerade ein Vorteil. Das Unfaire ist aus meiner Sicht, dass Erträge besteuert werden, die noch nicht erwirtschaftet wurden. Es wird eine Vorabpauschale errechnet auf Basis eines Vorjahresgewinns. Doch sollte der Anleger Steuern bezahlen für einen Gewinn, den er noch nicht realisiert hat? Er hat dafür noch keinen Cashflow bekommen, doch die Pauschale wird direkt von seinem Konto eingezogen – ob das Konto gedeckt ist oder nicht. Im letzteren Fall werden wahrscheinlich automatisch Fondsanteile verkauft – was wiederum eine Besteuerungspflicht auslösen würde.

Erdmann: Mit der Investmentsteuerreform ist keinem Anleger gedient. Und demnächst wird wohl wieder mit dem Steuerargument der Teilfreistellung verkauft – aber keiner erklärt, was das in Cent und Euro bedeutet. Auch sind viele Details unbeantwortet, da das erläuternde Schreiben, das für Ende März vom Bundesfinanzministerium angekündigt war, ►

»Die Reform der Investmentsteuer dient keinem Anleger«

Klaus-Dieter Erdmann,
Geschäftsführer funds excellence, MMD Multi
Manager und Asset Standard





noch nicht eingetroffen ist. Aber es werden schon Anlagerichtlinien umgeschrieben und Verkaufsprospekte erstellt. Das alles kostet Geld, was den Fonds belastet wird. **Spies:** Mir tun die Kollegen leid, die direkt am Kunden sind. Sie müssen diese Komplexität vermitteln. Auf der Rentenseite sind wir zum Glück von diesen Auflagen noch befreit – wer weiß, wie lange noch. Ich habe mich selbst mit den Verlustverrechnungstöpfen auseinandergesetzt. Das ist alles total kompliziert, daher frage ich mich schon, was das bringen soll.

Seit einiger Zeit wird Multi Asset als Weiterentwicklung des VV-Fonds-Konzepts positioniert. Ist da was dran?

Kultscher: Aus meiner Sicht ja, obwohl wir feststellen, dass die Tech-Bubble 2000 und die Finanzkrise 2008 bei den Anlegern zunehmend in Vergessenheit geraten. In den zurückliegenden sieben Jahren war man mit einer passiven Strategie vor allem in den entwickelten Märkten USA und Europa relativ gut gefahren, auch die Rentenmärkte hatten sich erfreulich entwickelt. In diesem Marktumfeld konnten Multi-Asset-Fonds, die flexibel die Asset-Klassen umschichten, in den meisten Fällen bei der Rendite nur hinten liegen.

Blaudzun: Multi-Asset-Fonds beziehungsweise VV-Fonds haben dazu beigetragen, dass mehr Kunden die Investmentwelt entdeckt haben. Und das halte ich für sehr wertvoll, zumal das Enttäuschungspoten-

zial der Produktkategorie nicht so immens war. Klar ist aber, dass viele konservativ ausgerichtete VV-Fonds ein Problem mit den historisch niedrigen Renditen bei Renten haben. Jetzt muss man das Thema Risiko mit dem Kunden neu besprechen, denn die Zinsen werden wieder steigen. Viele Anleger sind wegen ihrer Profilierung als defensiver Investor gefangen. Per Definition ist ein defensives Investment ein stark anleihelastiges Portfolio.

Erdmann: Dennoch sollten wir uns fragen, wie viel Neues am Multi-Asset-Hype eigentlich dran ist. Der BVI fasst die gesamte Gruppe unter Mischfonds zusammen. Also die Fonds, die Asset-Klassen mit dem Ziel einer risikoadäquaten Performance mischen, das sind aus meiner Sicht vermögensverwaltende Strategien. Und dann diejenigen, die als Liquid Alternatives, Absolute Return oder als Strategiefonds bezeichnet werden. Diese Gruppe der strategisch gemanagten Fonds ist unseres Erachtens kein Basis-, sondern ein Satelliteninvestment – und gehört in die Hand eines Vermögensverwalters, der ein Portfolio steuert und es damit gezielt diversifiziert.

Spies: Zudem sollten wir nicht den Fehler begehen und den Rentenmarkt komplett abschreiben. Ich bin seit 16 Jahren dort tätig, und seit 13 Jahren sagt man, der Markt ist tot, da kann man nichts mehr verdienen. Der Fehler dabei ist, dass der Rentenmarkt häufig auf Bundes- oder Staatsanleihen reduziert wird. Doch der Markt

Zum Thema FinTech und Robo-Advisory war die Runde einer Meinung: In Sachen Transparenz bietet die Digitalisierungswelle große Vorteile, ein Roboter ersetzt aber keine qualitativ hochwertige Anlageberatung

ist ja vielfältiger. Es gibt den Geldmarkt, hoch qualifizierte Staatsanleihen, gute sowie schlechte Unternehmen als Emittenten oder Emerging-Market-Bonds. Und innerhalb der einzelnen Bonds können Sie zwischen Senior Bonds, nachrangigen Papieren oder Fremdwährungsanleihen wählen. Also kann man auch am Rentenmarkt in gewisser Weise einen Multi-Asset-Ansatz bauen. Wer dies berücksichtigt hat, weiß, dass sich der Rentenmarkt sehr stark entwickelt hat, gerade im Nachrangsektor. Inzwischen wird es allerdings schwieriger. Die Papiere werden komplexer, die Liquidität geringer. Für hoch qualifizierte Bond-Picker sind aber auch hier noch sehr attraktive Investments zu finden.

Um zum Schluss zum Thema Digitalisierung zu kommen: Wie sehen Sie die Konkurrenz durch Robo-Advisory?

Kultscher: FinTechs tun sich relativ leicht, einen Robo-Advisor anzubieten. Noch brauchen die Anbieter keine Konzession, und was oft komplett fehlt, ist die Anlageberatung. Das heißt, der Kunde wird nicht über Risiken aufgeklärt, und es

wird mit ihm nicht erarbeitet, was seine Erwartungen bei der Kapitalanlage sind, sondern alles wird kostengünstig über eine Web-Oberfläche erledigt. Dabei werden auch starre Portfolios etwa mit 70 Prozent Aktien und 30 Prozent Renten angeboten. Das alles erscheint relativ günstig im Vergleich mit der klassischen Anlageberatung und aktiv gemanagten Fonds. Der Kundennutzen bleibt dabei aber oft auf der Strecke.

Erdmann: Ich habe manchmal den Eindruck, dass Robo-Advisory versucht zu zeigen, dass hier künstliche Intelligenz statt menschlicher Dummheit eingesetzt wird. Ich kann da aber noch nicht viel künstliche Intelligenz erkennen. Vieles ist eher ein Marketinggag. Es gibt etwa eine Website, auf der werden Fonds von Vermögensverwaltern vermittelt. Der Anleger kann dort die institutionellen Tranchen kaufen, zahlt dafür aber eine laufende Servicegebühr von 0,75 Prozent. Wofür denn bitte? Service oder Kundenbetreuung sind nicht vorgesehen, das Ganze nennt sich aber digitale Vermögensverwaltung.

Spies: Ich denke nicht, dass ein Roboter die Erfahrung eines Vermögensverwalters

wettmachen kann, der schon viele Jahre im Geschäft ist. Allerdings kann die Digitalisierung zu einer extremen Verschlan- kung in der Administration führen. Heute schreibt sich ein Vermögensverwalterkunde die Finger wund, um alle Formulare auszufüllen. Vermögensverwaltung beim einzelnen Kunden ist ja erst ab höheren Geldbeträgen sinnvoll. Mithilfe digitaler Prozesse wäre auch ein Einstieg mit weitaus niedrigeren Summen möglich.

Blaudszun: Im Prinzip ist die Digitalisierung eine logische Konsequenz aus der Regulierungsthematik. Wenn Sie als Anlageberater heute einen Kunden haben, der mit Ihnen darüber diskutieren will, wie er die 50 Euro für seine Tochter anlegt, dürfen Sie das nicht betriebswirtschaftlich betrachten. Für kleinere Beträge, etwa für Sparpläne und vermögenswirksame Leistungen, kann die Digitalisierung eine Hilfe für den Berater sein, dies überhaupt noch in Zukunft abbilden zu können – nicht als Ersatz für eine qualitativ hochwertige Anlageberatung und Anlagekonzeption. Für uns in der Anlageberatungswelt sehe ich FinTechs als sinnvolle Ergänzung. ■