



Chefredakteur

Michael Lennert (ML)
michael.lennert@ft.com
Tel. +49 (0) 69 156 85 117

Korrespondent Berlin,

Pensions Management
Pascal Bazzazi (PBA)

Mitarbeit

Eckhard Bergmann (BGM)
Nikolaus Bora (NBO)
Ulrich Buchholtz (UBU)
Kirsten Kücherer (KK)
Ina Lockhart (INA)
Bernhard Raos (BRA)
Michaela Zin Sprenger (MZS)

Produktion

Norbert Bretschneider
Paul Emmerton

Art Director

Jonathan Saunders

Herausgeber

Eduardo Llull

Anzeigen

Sylvene Pruess
sylvene.pruess@ft.com
Tel. +44 (0) 20 7775 6136

© Financial Times Limited, 2014. «dpn» und «dpn brief» sind Warenzeichen der Financial Times Limited. «Financial Times» und «FT» sind eingetragene Warenzeichen und Dienstleistungszeichen der Financial Times Limited. Alle Rechte vorbehalten. Kein Auszug aus dieser Veröffentlichung darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung des Chefredakteurs reproduziert oder in irgendeiner Form für Werbezwecke verwendet werden. Wir übernehmen keine Haftung für Verluste, die Dritten dadurch entstehen, dass sie als Ergebnis von Informationen, die in dieser Veröffentlichung erschienen sind, gehandelt oder nicht gehandelt haben. Spezielle Fragen sind immer mit dem entsprechenden Berater zu besprechen. The Financial Times Limited ist in England und Wales eingetragen: Nummer 227590.

Redaktion

Tel. +49 (0) 69 1568 5117
Fax +49 (0) 69 1568 5155
Grüneburgweg 16-18
60322 Frankfurt/Main

Verlag

Financial Times Limited
One Southwark Bridge
London SE1 9HL
Großbritannien

Abonnement

Der Bezug von dpn ist kostenfrei für Personen, die im institutionellen Asset und Pensions Management arbeiten. Bestellungen im Internet unter:
www.dpn-online.com/subscribe oder schicken Sie eine Mail an: ft@subscription.co.uk

Aboservice

Bei Adressänderungen, Änderungen von Bezugspersonen, Abbestellungen usw. schicken Sie eine Mail an: ft@subscription.co.uk

Erscheinungstermin

April 2015

ISSN

1476-3028





Investoren richten ihren Renditekompass neu aus

2014 ist für Absolute-Return-Investoren nicht gut gelaufen. Europa funkt immer wieder dazwischen und lenkt von der Zinswende in den USA ab. Wie Investoren in der Welt der Negativzinsen umdenken müssen und warum sie vielleicht gerade jetzt mit stärker fokussierten Produkten besser fahren, diskutieren die Experten beim dpn/Financial-Times-Roundtable.



Wir stehen am Anfang eines Jahres, in dem die beiden führenden Zentralbanken der Welt, die Europäische Zentralbank und die Federal Reserve, einen unterschiedlichen Zinskurs einschlagen werden: absolute Niedrig- oder gar Negativzinsen in der Eurozone gegenüber bald wieder steigenden Leitzinsen in den USA. Welche Herausforderungen stellt dieses Umfeld an einen Asset Manager wie Goldman Sachs, welche Chancen bietet es Investoren wie dem Nokia/NSN Pension Trust?

Iain Lindsay: Die Welt der Zinsen und Währungen wird sehr viele Gelegenheiten bieten, weil sich die Weltwirtschaft in verschiedenen Regionen unterschiedlich entwickeln wird. Europa erlebt gerade eine Erholungsphase. Allerdings habe ich als erfahrener Anleiheinvestor meine Zweifel, wie lange diese anhalten wird. Dagegen bin ich hinsichtlich der US-Wirtschaft besonders optimistisch. Diese unterschiedliche Entwicklung zwischen den USA auf der einen Seite und Europa (als auch Asien) auf der anderen Seite wird langfristig andauern. Diese Ungleichheiten hinterlassen ihre Spuren an den Zins- und Währungsmärkten sowie in den internationalen Kapitalflüssen. Eine Vielzahl von Chancen tut sich auf, indem wir auf absolute und relative Preisveränderungen setzen. Nimmt man diese Bausteine und setzt sie in einem optimal diversifizierten, diszipliniert gemanagten Portfolio zusammen, sollte das die besten Voraussetzungen für einen Investor schaffen, auf lange Sicht attraktive und nachhaltige Erträge zu erzielen.

Amin Obeidi: Rund fünf Prozent unserer Pensionsgelder sind seit mehreren Jahren bereits in Absolute-Return-Fonds investiert. Über verschiedene Einzelfonds, die meist Ucits-Fonds sind. Allerdings befindet sich auch ein Dach-Hedgefonds darunter. Wir sind sehr aktiv in dem Bereich, in dem wir auch taktische Positionen fahren. Das ermöglicht uns, unterschiedliche Manager je nach Marktausblick und unserer eigenen Marktmeinung einzusetzen. Da wir noch weitere Pensionsgelder weltweit dazubekommen haben, sind wir aktuell dabei, unsere globale strategische Asset Allocation aufzusetzen, ohne dabei unser bisheriges Portfolio grundsätzlich umzubauen. Dabei schauen wir uns auch neue Strategien an wie etwa Unconstrained Fixed Income, also benchmarkunabhängige Investment-Strategien im Anleihemarkt wie auch die von Herrn Lindsay, sowie unterschiedliche Aktienstrate-

gien. Wichtig ist für uns natürlich, dass eine neue Strategie auch funktioniert – und das war bei etlichen Absolute-Return-Strategien in den vergangenen Monaten nicht der Fall.

Apropos funktionieren: Herr Wystup, Ihre Firma MathFinance verdient ihr Geld unter anderem damit, Modelle von Anlagestrategien gegenzurechnen. Ist das eine Möglichkeit, im Voraus zu sagen, ob eine Strategie die vom Anbieter versprochene Rendite erzielt?

Uwe Wystup: So einfach ist das leider nicht. Wir können immer nur checken, ob ein Modell funktioniert. Und das auch nur, wenn dem Modell ein Algorithmus zugrunde liegt. Skillbasierte Investment-Ansätze können wir nicht überprüfen, indem wir sie nachprogrammieren und Stresstests unterziehen. Ein Statistiker würde hier sagen, dass alleine der Glaube zählt. Ob zum Schluss der Anbieter sein Renditeversprechen einhalten kann, hängt aber auch bei algorithmusbasierten Modellen von vielen Faktoren ab, die der Markt bestimmt. Unsere positive Begutachtung ist kein Garant für die in Aussicht gestellte Rendite.

Herr Dornseifer, welche Relevanz hat Absolute-Return für Ihre Verbandsmitglieder und wie definieren Sie Absolute Return?

Frank Dornseifer: Viele BAI-Mitglieder decken weiterhin das Segment Absolute Return ab, auch wenn Konzepte und Begrifflichkeiten durchaus einem Wandel unterworfen sind. Stand früher der markt- und benchmarkunabhängige – also absolute – Wertzuwachs im Vordergrund, gewann in den Hochzeiten der Finanzkrise die Absicherung des Portfolios gegen Verluste verstärkte Bedeutung. In diesem Zusammenhang fanden sich auch neue Begrifflichkeiten wie etwa Liquid Alternatives oder Alternative Ucits, die allerdings nicht zwingend synonym mit Absolute Return sind, zudem auch einen regulatorischen Bezug haben.

Wie hat sich der Markt entwickelt?

Dornseifer: Das Marktwachstum in diesen Segmenten ist jedenfalls beachtlich. In den vergangenen sechs Jahren haben Investoren zum Beispiel bei Alternative-Ucits-Produkten spürbar aufgestockt. Mittlerweile werden gut 230 Milliarden Euro europaweit in diesem Segment verwaltet. Gleichzeitig kam es zu der interessanten Entwicklung, dass die Anzahl der Fonds im Verlauf dieser Jahre rückläufig

ROUNDTABLE ABSOLUTE RETURN

ist. Eine Vielzahl von Anbietern ist anfangs auf den Zug aufgesprungen, konnte sich dann aber nicht im Markt behaupten. Die Nachfrage ist weiterhin groß. Allerdings finanzieren die Investoren ihr Alternative-Ucits-Engagement jetzt anders, wie wir in unserer jährlichen Investorenfrage feststellen konnten. Haben die Investoren 2013 noch von Cash in Alternatives umgeschichtet, haben sie 2014 dafür ihre (Staats-)Anleihequoten heruntergefahren.

Wystup: Aus Marktsicht gibt es keine klare Definition von Absolute Return. Nicht so wie etwa Optionen, für die der zuständige Branchenverband ISDA Standards vorgibt. Also muss man eine eigene Definition entwickeln. Ich würde Absolute Return als Investment-Strategie beschreiben, mit der eine vorher definierte Renditegarantie – üblicherweise nicht negativ – für einen vorher festgesetzten Zeitraum verbunden ist. Die Garantie würde ich eher als Versprechen oder Absichtserklärung verstehen, weniger als juristische Garantie.

Dornseifer: Können Sie abschätzen, wie viele der Absolute-Return-Manager mit Modellen arbeiten, die einen Algorithmus nutzen?

Wystup: Ich fürchte, das kann ich Ihnen nicht sagen. Zumindest nicht fundiert. Zum einen müsste ich dazu einen Überblick haben, welcher Manager im Absolute-Return-Universum sein Geld mit oder ohne Algorithmus verwaltet. Zum anderen bezweifle ich, dass diese Information relativ leicht verfügbar ist. Aus dem Bauch heraus würde ich schätzen, dass 30 Prozent aller Absolute-Return-Manager mit Algorithmen arbeiten, der Rest skillbasiert, also nach eigenen, nicht zwingend quantitativ erfassbaren Strategien.

Was ist Ihr Gefühl, Herr Lindsay?

Lindsay: Ich hätte eine ähnliche Größenordnung genannt. Sie sind im Markt aktiv und können mit großem Knall implodieren, wenn es zu großen Umwälzungen kommt und die Märkte nicht mehr so laufen, wie es die Algorithmen vorhersehen. Natürlich sage ich das so, weil ich selbst ein fundamental orientierter Manager bin.

Herr Obeidi, nutzen Sie für die Nokia-Pensionsgelder beide Stile?

Obeidi: Ja, wir setzen beide ein.

Wie zufrieden waren Sie mit der Performance Ihrer Absolute-Return-Produkte im vergangenen Jahr?

Obeidi: Nun ja, als Investor kann man mit der Rendite des letzten Jahres nicht zufrieden sein. 2014 war für Absolute-Return-Investoren ein sehr hartes Jahr. Kein Annus horribilis, aber unsere Ziele haben auch wir nicht erreicht. Mit unseren Absolute-Return-Strategien erzielten wir 2014 insgesamt eine niedrige einstellige Rendite, wobei wir je nach Strategie drei bis fünf Prozent angestrebt hatten. Long-Only stellte sich 2014 einfach als bessere Strategie heraus.

Wie erfolgreich waren Sie, Herr Lindsay, mit Ihrem Team?

Lindsay: Bei einigen unserer Produkte streben wir eine Zielrendite von vier oder fünf Prozent an. Das können wir normalerweise in einem Ucits-Mantel, bei dem wir alle regulatorischen Möglichkeiten ausschöpfen, gut abbilden. Doch die meisten dieser Produkte kamen mit einer Rendite von null bis ein Prozent ins Ziel. Da bin ich ganz ehrlich – 2014 war sicherlich kein Glimmerjahr für uns. Im Dreijahreszeitraum sieht es dann schon wieder besser aus mit sechs bis sieben Prozent. 2012 und 2013 sind gut für uns gelaufen, 2014 war dagegen äußerst mittelmäßig. Und 2015 lässt sich auch eher gemischt an, mit etlichen Herausforderungen im Januar und einem robusten Marktumfeld im Februar.

Obeidi: Nur eine kurze Zwischenfrage zum besseren Verständnis: Handelt es sich dabei um Netto- oder Bruttorenditen?

Lindsay: Das ist die Performance auf Fondsebene. Davon muss der Investor noch die Verwaltung und das Fondsmanagement bezahlen.

Sie haben es eben schon angedeutet: Gerade die vergangenen Monate haben Ihnen Kopfschmerzen bereitet. Warum?

Lindsay: Weil die Abwärtsbewegung der Zinsen einfach unglaublich ist. Ich selbst als erfahrener Anleihemann bin erstaunt und fasziniert zugleich – von diesen höchst interessanten Finanzmärkten. Diese Zinsentwicklung ist so unglaublich und unvorstellbar, dass wir hier schon von einem Schwarzer-Schwan-Ereignis sprechen können. Das Gute daran ist, dass wir damit einen entscheidenden Schritt gemacht haben. In eine Welt hinein, in der es mittlerwei-

„Wichtig ist für uns natürlich, dass eine neue Strategie auch funktioniert – und das war bei etlichen Absolute-Return-Strategien in den vergangenen Monaten nicht der Fall.“

AMIN OBEIDI



FRANK DORNSEIFER GESCHÄFTSFÜHRER, BUNDESVERBAND ALTERNATIVE INVESTMENTS (BAI)

Als Geschäftsführer des Bundesverbands Alternative Investments (BAI) hat Frank Dornseifer einen guten Überblick über die Absolute-Return-Entwicklungen in Deutschland. Bevor der heute 43-Jährige zum BAI kam, arbeitete er mehrere Jahre als stellvertretender Leiter des Grundsatzreferats Investmentaufsicht bei der Finanzaufsicht BaFin. Er hat in Bonn, Dublin und Lausanne studiert.

le akzeptiert ist, negative Renditen zu haben. Keiner wehrt sich mehr dagegen. Was war nun unser Fehler? Wir haben uns, was die Entwicklung der Anleihekurse und -renditen anging, verschätzt. Wir gingen davon aus, dass Anleihen billiger und nicht noch teurer werden würden. Unser Fokus lag nicht mehr auf Europa, wir hatten unseren Blick auf die USA gerichtet. Dort lagen wir mit unserer Einschätzung der Wirtschaftslage auch goldrichtig. Doch wir haben die Kräfteverhältnisse zwischen Europa und den USA nicht richtig vorhergesagt. In Europa hätten die Renditen runtergehen und in den USA nach oben gehen sollen – so zumindest unsere Annahme. Doch Europa setzte sich durch und gab den Kurs auf den Zinsmärkten vor. Das kann sich jetzt wieder drehen – jetzt, wo sich die Aufregung um das Anleihekaufprogramm der EZB wieder gelegt hat.

Obeidi: Dieses Umfeld als höchst interessante Finanzmärkte zu bezeichnen, wie Herr Lindsay es tut, finde ich noch sehr milde. Wir stehen einfach vor vielen ungelösten Problemen und Herausforderungen: Keiner hätte jemals gedacht, dass wir einmal nicht nur negative Renditen, sondern auch großflächig Negativzinsen erleben werden. Selbst in der akademischen Welt wird nicht viel über ein negatives Zinsumfeld gelehrt. Am Beispiel von Japan natürlich schon, aber in der Regel geht es nicht darüber hinaus. Und dabei hat man dann das Gefühl, dass Japan ganz weit weg ist und wir nie japanische Verhältnisse haben werden. Doch jetzt ist die Welt von Negativzinsen und negativen Renditen bei uns angekommen. Und wir müssen feststellen, dass viele unserer Modelle, auf die wir uns bislang verlassen haben, nicht mehr funktionieren. Denn sie basieren auf der Annahme eines risikolosen Zinses. Wird dieser plötzlich negativ, ist das Modell nicht mehr anzuwenden. Vielleicht soll uns diese ganze Entwicklung etwas lehren: Wie wäre es, wenn wir uns nicht mehr so stark an Bewertungen und Modell orientieren, sondern mehr Energie und Aufmerksamkeit darauf verwenden, uns tiefer mit Strategien, deren Zielen und Ergebnissen auseinanderzusetzen?

Wystup: Dazu habe ich ein paar Anmerkungen. Ich habe mehrere Jahre als Strukturierer von Dollar-Yen-Optionen im Umfeld von Negativzinsen gearbeitet. In einer Welt, in der es den risikolosen Zins nicht mehr gibt, muss man sich anderer Berechnungsmodelle bedienen. Wenn hier zwei Parteien ein Geschäft abschließen wollen, gelten unter-



IAIN LINDSAY
CO-HEAD GLOBAL PORTFOLIO MANAGEMENT/
GLOBAL FIXED INCOME TEAM, GOLDMAN SACHS

Dass die Zinsen so tief fallen könnten, hat auch den Anleiheexperten Iain Lindsay überrascht. Der 51-jährige Brite, der 2001 zu Goldman Sachs kam, leitet dort als Co-Head das rund 270 Mitarbeiter starke Fixed Income Portfolio Management Team. Allein im festverzinslichen Bereich verwaltet Goldman Sachs Asset Management rund 37 Milliarden Dollar in Absolute-Return-Mandaten.

„Die Investoren finanzieren ihr Alternative-Ucits-Engagement jetzt anders [...]. Haben die Investoren 2013 noch von Cash in Alternatives umgeschichtet, haben sie 2014 dafür ihre (Staats-) Anleihequoten heruntergefahren.“

FRANK DORNSEIFER

schiedliche Zinssätze – je nach Kreditrisiko der beiden Geschäftspartner. Mit anderen Worten: Sowie sich eine der beiden Parteien ändert, muss wieder neu gerechnet werden und das Ergebnis ist ein anderes. Wir sind also jetzt an einem Punkt angekommen, an dem wir mit mehreren unterschiedlichen Kurven hantieren: Es gibt nicht mehr ein einziges Zinskurvenuniversum, sondern viele verschiedene sogar innerhalb einer Währung. Welche man sich dann daraus greift, hängt vom konkreten Fall ab.

Man könnte auch sagen: Wir agieren derzeit in einem großen Chaos?

Wystup: Chaos nicht, aber die Modellierung von Zinsstrukturkurven und die Modellierung von Investment-Strategien mit Garantie sind anspruchsvoller und vielfältiger geworden. Im Zuge dessen sind seit geraumer Zeit Diskussionen um Modellrisiken wichtiger geworden. Das ist natürlich sehr aufwendig und erfordert großen Sachverstand. Und ich würde Herrn Obeidi in seinem Appell unterstützen: Ein gesundes Misstrauen im Umgang mit Modellen ist angebracht, denn ihnen liegen immer gewisse Annahmen zugrunde. Oft wird vergessen, diese Annahmen entsprechend zu kommunizieren. Deswegen sollten Investoren nach den Annahmen fragen und sicherstellen, dass diese Annahmen auch erfüllt sind.

Unter Absolute Return wird eine Vielfalt von Strategien subsumiert. Wissen Investoren immer, auf was genau sie sich da einlassen?

Obeidi: Viele Investoren glauben immer noch, dass Total Return und Absolute Return dasselbe sei. Total Return ist ein Begriff aus der Fixed-Income-Welt und umfasst die einzelnen Renditekomponenten einer Anleihe. Absolute Return ist etwas komplett anderes. Et-

ROUNDTABLE ABSOLUTE RETURN

was, das aufgrund seiner Vielfalt nur schwer zu fassen ist. Das Universum bewegt sich entlang einer Bandbreite von benchmarkorientierten Produkten bis hin zu Produkten, die fast schon eine Hedgefonds-Strategie verfolgen, wie etwa ein Convertible-Arbitrage-Fonds. Der lässt sich zwar noch in einen Ucits-Mantel packen, unterscheidet sich aber



UWE WYSTUP

VORSTAND MATHFINANCE

Seine Karrierestationen bei verschiedenen Investmentbanken haben Uwe Wystup rund um die Welt geführt, um dann in seiner Heimatstadt Frankfurt vor elf Jahren seine eigene Beratungsfirma – MathFinance – zu gründen. Der studierte Mathematiker und sein Team bauen unter anderem Modelle von Absolute-Return-Strategien nach und rechnen sie gegen. Der 47-Jährige ist außerdem Dozent für quantitative Finanzwissenschaft und lehrt an der Universität von Antwerpen.

deutlich von – sagen wir – konventionelleren Absolute-Return-Ansätzen.

Verbinden die Investoren auch mit Absolute Return, dass sie kein Geld verlieren?

Obeidi: Auf jeden Fall herrschte dieses Verständnis einmal vor. Die Überzeugung, dass die Performance nicht unter null Prozent fallen kann. Dabei bedeutet Absolute Return vielmehr, dass man an keine Benchmark gebunden ist. Je ausgeklügelter eine Strategie ist, desto mehr entfernt sie sich von einer Benchmark und desto größer wird das Risiko für einen Investor, sein Geld zu verlieren. Natürlich wird auch die Chance größer, sein Geld zu mehren, wenn die Strategie Erfolg hat. Nichts anderes drückt der Tracking Error aus.

Lindsay: Absolute Return richtet sich heutzutage an Investoren mit dem unterschiedlichsten Hintergrund: der Kleinsparer in der Bankfiliale, der vermögende Privatkunde, die Versicherer, die Pensionskassen, die Staatsfonds und sogar die Zentralbanken. Folglich trifft ein Anbieter wie wir auf ein sehr unterschiedliches Verständnis, was den Investmentansatz angeht. Unser Haus hat noch nie Garantieverprechen für Absolute-Return-Produkte ausgegeben. Wir besprechen mit unseren Kunden die von uns angepeilten Zielrenditen und die damit verbundenen Chancen und Risiken – nicht zuletzt, um den Risikoappetit unseres Kunden besser auszuloten. Wichtig ist, dass die einzelnen Komponenten einer Strategie im Zeitverlauf gut zusammenspielen. Laufen die einen

für eine bestimmte Zeit nicht so gut wie erwartet, übertreffen die anderen ihre Ziele. Unterm Strich kann dann auch eine Rendite stehen, die in ihrer Höhe positiv überrascht. Dabei sollte aber immer diszipliniert vorgegangen werden.

Garantieverprechen in den jetzigen Zeiten von Negativzinsen dürften schwierig sein – oder, Herr Wystup?

Wystup: Es gab sie einmal, die Zeit der Garantieverprechen. Doch das hat sich wegen der Niedrigzinsen geändert. Das Fehlen eines risikolosen Zinses macht so ein Versprechen eigentlich unmöglich. Das Fundament eines Zinses von drei bis fünf Prozent ist verschwunden. Folglich wurden die Garantieverprechen über die Jahre immer mehr ausgehöhlt, wie wir von MathFinance in verschiedenen Untersuchungen festgestellt haben. Wie etwa die staatlich geförderte Riester-Rente, die aufgrund der eingebauten Kapitalgarantie nichts anderes als ein Absolute-Return-Produkt ist. Im Zeitverlauf war zu beobachten, wie die Anbieter die Kapitalgarantien nur noch für bestimmte Zeitpunkte ausgaben oder später dazu übergingen, nur noch mit hoher Wahrscheinlichkeit Kapitalerträge in Aussicht zu stellen. Oder die Kapitalgarantie reduzierte sich, wenn ein Kunde mit seinem Riester-Vertrag den Anbieter wechselte oder seinen Vertrag änderte.

Haben Sie sich bei Ihren Untersuchungen auch die Gebühren näher angeschaut?

Wystup: Ja, natürlich mit einem sehr interessanten Ergebnis. Wir haben uns bei den Riester-Policen einige Anbieter mit unterschiedlichen Absicherungsstrategien verglichend angeschaut. Ein Ergebnis war etwa, dass ein Riester-Sparer bei einem Anbieter allein aufgrund der Gebühren 10.000 Euro mehr herausbekommt als bei der Konkurrenz. Dazu kam noch das unterschiedliche Kapitalanlageergebnis, was wir natürlich nicht vorausberechnen konnten. Aber damals hat das keinen interessiert – niemand war bereit, für diese Art von Information zu zahlen. Auch keiner auf der Kundenseite. Das scheint einfach typisch für den deutschen Markt zu sein: Keiner will vorab bezahlen.

Wie ging es dann mit Ihren Absolute-Return-Tests weiter?

Wystup: Wir kamen aufgrund des Marktumfelds in ein sehr interessantes Stadium. Wir

„Ein gesundes Misstrauen im Umgang mit Modellen ist angebracht, denn ihnen liegen immer gewisse Annahmen zugrunde. Oft wird vergessen, diese Annahmen entsprechend zu kommunizieren.“

UWE WYSTUP

testeten ein Absolute-Return-Produkt, das eine Volatilitätsstrategie mit einer traditionellen Mischung aus 30 Prozent Anleihen und 70 Prozent Aktien kombinierte. Wie wir alle wissen, sind beide Strategien negativ korreliert. Eine Kombination von beiden sollte die Schwankungen im Portfolio mit Hilfe von Variance Swaps reduzieren. Der eingebaute Schutz gegen einen Kurseinbruch oder gar Aktiencrash sollte die Verluste minimieren.

Wurde Ihnen diese Strategie vom Anbieter zum Testen gegeben?

Wystup: Ja, von Lupus Alpha. Der Fonds ist live – die Performance kann man sich anschauen. Die Strategie hat nur einen Haken, wie Sie vermutlich bereits gemerkt haben: Sie würde durch einen langjährigen, stetigen Abwärtstrend an den Aktienmärkten bei geringer Volatilität ausgehebelt.

Im Absolute-Return-Bereich hat sich durch die Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD) regulatorisch einiges getan. Herr Dornseifer, sind die praktischen Konsequenzen bereits zu spüren?

Dornseifer: Im Kontext der Ucits-Direktive wurde auf das Bedürfnis der Investoren nach einem regulierten Produkt im Absolute-Return-Bereich bereits reagiert und man kann auch dort seit geraumer Zeit zum Beispiel Long-Short-Strategien abbilden. Die AIFM-Richtlinie ist nun die nächste Stufe, denn in den Ucits-Mantel lassen sich nicht alle Strategien hüllen. Ich bin gespannt zu sehen, wie die Anbieter und Investoren die AIFM-Richtlinie nutzen werden. Vielleicht wird es bald eine zweite Generation von Liquid-Alternatives- oder Absolute-Return-Fonds geben. Derzeit befinden sich wohl die meisten Anbieter noch in der Implementierungsphase und im Dialog mit den Investoren.

Lindsay: Die Ucits-Welt ist bereits sehr liberal, wenn auch die Grenzen klar gesteckt sind, was den Einsatz von Derivaten angeht, den Anteil von illiquiden Assets und das Verbot von physischen Rohstoffen. Oft geht es aber auch gar nicht darum, die Grenzen zu testen und auszureizen. Wir haben für uns entdeckt, dass weniger mehr sein kann. Die Rückbesinnung auf Produkte, die besser zu der Bilanz unseres Investors passen. Beispielsweise enthalten die meisten Absolute-Return-Produkte heute eine Komponente von Unternehmensanleihen.

„Wir müssen uns daran gewöhnen, uns in einer Welt zu bewegen, in der der Zins nicht mehr unser Renditekompass ist. Schon gar nicht in der Welt der Absolute-Return-Strategien und -Produkte.“

IAIN LINDSAY

Doch haben wir festgestellt, dass die meisten unserer institutionellen Kunden versierte Corporate-Bond-Investoren und dort bereits ausreichend positioniert sind. Somit haben wir Ende 2014 ein neues Produkt auf den Markt gebracht, das das gesamte Kreditrisiko auspart. Nicht nur Unternehmens-, sondern auch Hypotheken- und Emerging-Markets-Anleihen. Dagegen fokussieren wir uns mit dem Produkt auf das, was uns in den nächsten drei bis fünf Jahren beschäftigen wird: Ereignisse auf Makroebene wie Zinsen, Währungen, Geldpolitik und Volatilität.

Obeidi: Wir werden auf jeden Fall mehr neue Absolute-Return-Produkte sehen, wie Herr Lindsay sie gerade beschrieben hat. Ich kenne diese Produkte, weil sie genau die passgenauen Lösungen bieten, die wir als Pensionsfonds, der bereits einen hohen Anteil an Corporate Bonds im Portfolio hat, suchen.

Sehen Sie die Entwicklung neuer Produkte nur positiv?

Obeidi: Nein, denn wir werden einer Vielzahl neuer Produkte gegenüberstehen, mit denen wir uns auseinandersetzen müssen. Und bei denen man tiefer einsteigen muss, um das Richtige auszuwählen. Auch stellt sich die Frage, ob sich diese Produkte einfach so in unser Risikomanagement einbauen lassen oder ob wir da nachbessern müssen – vielleicht auch mit externer Hilfe.

Lindsay: Die Investoren müssen bei diesen neuen Produkten eine größere Hürde überwinden. Für die Prüfung und den Entscheidungsprozess müssen sie mehr Aufwand treiben, um das Produkt komplett zu verstehen und für sich beantworten zu können, ob es das Portfolio wirklich weiter diversifiziert.

Goldman Sachs hat vergangenes Jahr ein Produkt gestartet, das sich für Anleger eignet, die dem Versicherungsaufsichtsgesetz unterliegen. Wie groß war das Interesse?

Lindsay: Wir sind immer noch in einem sehr frühen Stadium. Der Fonds läuft erst seit ein paar Monaten. Mittlerweile haben wir rund 140 Millionen Dollar eingesammelt mit einer Handvoll von Investoren. Nicht nur aus Deutschland, sondern auch aus Skandinavien und Großbritannien. Derzeit ist die Performance leicht negativ, da wir auch hier einen schwachen Dezember und Januar hatten. Feb-



AMIN OBEIDI
SENIOR ASSET MANAGER
PENSIONS, NSN PENSION
TRUST (NSN PT)

Als Global Pension Fund Manager ist Obeidi zusammen mit seinem Chef, Thomas Friese, für die Anlage der rund 1,5 Milliarden Euro an Nokia-Pensionsgeldern verantwortlich. Der 31-Jährige ist bereits länger im Asset Management tätig. Der NSN PT ist als deutsches Contractual Trust Agreement (CTA) aufgesetzt und kann somit unabhängig von der VAG-Regulierung agieren.

ROUNDTABLE ABSOLUTE RETURN

ruar war wieder sehr gut, wir könnten also jetzt gleichauf mit den entsprechenden Benchmarks liegen. Die Volatilität nimmt derzeit zu – und das ist genau das, was wir brauchen.

Beim VAG hat sich nach langem Warten nun endlich etwas getan: Die neue Anlageverordnung ist draußen. Herr Dornseifer, was hat sich geändert?

Dornseifer: Im Absolute-Return-Kontext ist hier vor allem die neue Anlagequote für alternative Investmentfonds von 7,5 Prozent zu nennen. Entsprechende Fonds müssen allerdings im Grundsatz kompatibel mit den Anforderungen der AIFM-Richtlinie sein und der Manager muss seinen Sitz im Europäischen Wirtschaftsraum haben. Nicht nur Offshore-Manager, sondern etwa auch US-Manager sind also – in der Direktanlage – ausgeschlossen, was in unseren Augen kontraproduktiv ist. Der Gesetzgeber hätte hier zumindest den OECD-Raum zulassen können, wie es bei Private Equity der Fall ist.

Helpen Sie uns auf die Sprünge: Hat sich im Vergleich zu den alten Quoten die Situation für die Investoren unter dem Strich verbessert?

Dornseifer: Vorher gab es eine Hedgefonds-Quote von fünf Prozent und eine Rohstoffquote von fünf Prozent, die die Anleger für ihre alternativen Investments, also auch Absolute Return, genutzt haben. Absolute-Return-Produkte, wenn sie nicht Ucits-konform waren, wurden in die Hedgefonds-Quote gepackt. Jetzt mit der neuen Quote stellt sich die Frage, ob 7,5 Prozent im Ergebnis nicht zu wenig sind, gerade wenn ein Investor sein Portfolio wirklich breit diversifizieren will. Denn regelmäßig werden auch Loan- oder Debt-Strategien, Sachwerte-Investments und Ähnliches unter diese Quote fallen. Und dann könnte es eng werden.

Die neue Quote ist also keine Verbesserung?

Dornseifer: Wir sind mit der aktuellen Regelung zumindest nicht zufrieden, zumal auch gewisse Zweifelsfragen noch zu klären sind. Vermutlich müssen wir da noch auf eine Nachbesserung hinarbeiten. In den nächsten Monaten wird sich zeigen, wie die Investoren mit den neuen beziehungsweise geänderten Vorgaben zurechtkommen.

Obeidi: Wir sind von der Neuregelung zwar nicht betroffen, weil wir als Contractual Trust



INA LOCKHART FREIE JOURNALISTIN

Ina Lockhart schreibt und moderiert seit 2012 als freie Journalistin regelmäßig für dpn. Sie startete ihre journalistische Laufbahn bei Dow Jones Newswires, um dann 1999 zum Gründungsteam der Financial Times Deutschland zu stoßen und im Ressort Finanzen in verschiedenen Positionen – zuletzt als Ressortleiterin – zu arbeiten. Neben der Welt der Finanzen und Wirtschaft interessiert sich die 45-Jährige für Themen, die an der Schnittstelle von Kunst und Wirtschaft liegen.

Arrangement (CTA) nicht unter das VAG bzw. die Anlageverordnung fallen. Doch Investoren, die es mit Absolute Return ernst meinen, wird die Quote nicht reichen. Für die anderen, die jetzt schon nur einen Bruchteil ihrer regulatorischen Anlagemöglichkeiten nutzen, ist das kein Thema. Oft liegt deren Aktienquote bei maximal vier Prozent. Das führt heutzutage unweigerlich dazu, dass man nicht mehr ohne Weiteres seine Renditeziele erreicht.

Herr Lindsay, die vergangenen Monate waren eher anstrengend als einträglich. Wie sieht es aus, wenn Sie nach vorne blicken?

Lindsay: Wir müssen uns daran gewöhnen, uns in einer Welt zu bewegen, in der der Zins nicht mehr unser Renditekompass ist. Schon gar nicht in der Welt der Absolute-Return-Strategien und -Produkte. Portfolios, die eigentlich wenig regelmäßigen Ertrag im traditionellen Sinne mitbringen, können dennoch sehr attraktiv sein. Denn diese regelmäßigen Zinseinnahmen machen mittlerweile nur noch einen kleinen Teil der zu erwartenden Gesamtrendite aus. Der große Rest muss durch eine Investment-Strategie und einen Investment-Prozess verdient werden, die die Chancen des aktuellen Marktumfelds voll ausschöpfen. Dieses Umfeld wird sich jetzt stark verändern. In den vergangenen fünf Jahren haben wir uns an eine sehr geringe Volatilität gewöhnt – dank des vielen billigen Geldes, das die Zentralbanken in das Finanzsystem gepumpt haben. Doch das wird sich jetzt ändern. Jetzt, wo die Fed die Investoren langsam auf ihre erste Zinserhöhung vorbereitet.

2015 wird für uns alle also mehr Unterhaltungswert haben als 2014?

Lindsay: Auf jeden Fall. Die Märkte werden uns fordern. ●