

Risiken verteilen, damit das Depot nicht wie ein Kartenhaus zusammenfällt.

Diversifikation 2.0 – neue Lösung braucht's

Multi-Asset-Manager müssen den Ausfall des traditionellen Puffers von Staatsanleihen kompensieren.

JOSÉ MACHI

Es sind nicht nur die negativen Renditen vieler sicherer Staatsanleihen, die Sorge über Zinsanstieg und Kapitalverluste, die Anleger fürchten müssen. Vielmehr kann die Duration, die durchschnittliche Kapitalbindungsdauer in einem festverzinslichen Wertpapier, als Gegengewicht zu Aktien auf diesem niedrigen Renditelevel nicht mehr als alleinige Diversifikation eingesetzt werden. Asset-Manager müssen nach Alternativen suchen.

Viele Multi-Asset-Strategien haben mit der erhöhten Marktvolatilität zu kämpfen. Das liegt nicht zuletzt daran, dass Manager sich nicht gut genug mit dem neuen Obligationenparadigma befasst haben, sprich: keine weiteren defensiven (Anti-Beta-)Anlageklassen identifizieren können. Viele Manager möchten das Portfoliorisiko zurückfahren und begrenzen Rückschläge, indem sie entweder teure Risikowerte (Overlays) einsetzen oder versuchen, den Markt zu timen. Dieser Ansatz hat sich in der Ausverkaufphase Anfang Jahr, in der darauffolgenden Erholung und erst Recht nach dem überraschenden Brexit-Entscheid im Juni als untauglich für die meisten diversifizierten Wachstumsstrategien erwiesen.

Gegengewicht zu Bonds

Statt sich auf die schwierige Aufgabe zu fokussieren, wiederholt treffsichere Makroinschätzungen abzugeben, müssen Multi-Asset-Manager alternative Lösungen finden, die die traditionelle Rolle der Duration übernehmen können.

Statt Staatsanleihen können erstklassige Aktien mit entsprechend geringem Risiko einen gewissen Schutz vor Rückschlägen am Obligationenmarkt bieten. Defensive Aktien von Unternehmen mit robusten Fundamentaldaten und einem stabilen, widerstandsfähigen Gewinn tendieren in negativen Marktperioden besser als der Gesamtmarkt. Das war zum Beispiel in der turbulenten Marktphase zu Beginn dieses Jahres ersichtlich. Diese Outperformance kann helfen, ein Portfolio zu schützen und gleichzeitig den niedrigeren Schutz der Duration zu kompensieren.

Zudem ist nachgewiesen worden, dass sogenannte Currency-Overlay-Strat-

egien, die auf den Prinzipien der Kaufkraftparität basieren, «Anti-Beta-» und damit Schutzcharakter haben. Nordea beispielsweise wählt hochliquide Währungspaare anhand von zwei Hauptkriterien: Zum einen werden die Währungspaare nach ihrer Korrelation mit S&P-500-Aktien- und High-Yield-Indizes analysiert. Damit wird sichergestellt, dass die Positionen in Stressperioden Schutz bieten.

In Währungspaare anlegen

Zum anderen wird nur in Währungspaare investiert, die gemessen an der Kaufkraftparität unterbewertet sind, damit die Vorteile der Diversifikation auch in Zukunft bestehen. Beispielsweise hat eine Long-Yen-Short-britisches-Pfund-Position im volatilen ersten Quartal dieses Jahres mehr als 10% rentiert.

Trotz dieser Alternativen kann die Duration weiterhin eine Rolle in der Konstruktion von Multi-Asset-Portfolios spielen. Die Voraussetzung ist aber, dass die Durationsprämien ein attraktives Risiko-Ertrags-Verhältnis aufweisen und einen angemessenen Abwehr in volatilen Marktphasen bieten. Wenn man sich die aktuellen Renditen auf beiden Seiten des Atlantiks anschaut, kommen zurzeit nur US-Treasuries in Frage. Sie bieten im Vergleich zu schweizerischen oder deutschen Staatsanleihen ausser einem höheren Coupon auch noch den in volatilen Aktienmärkten dringend benötigten Puffer.

Die Variante Pfandbrief

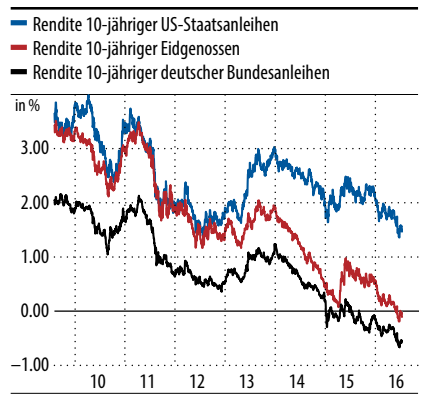
Ein anderer Bereich innerhalb des Anleihenuniversums, der von Investoren derzeit gerne übersehen wird, sind Pfandbriefe. Dieser Markt bietet aktuell bei einem ähnlichen Sicherheitsgrad wie Staatsanleihen eine teils deutliche Zusatzrendite. Europäische Pfandbriefe profitieren zurzeit vom verschärften regulatorischen Rahmen für Banken und Versicherungen. Gleichzeitig bleibt der Markt ineffizient, was erfahrene Investoren ausnützen können.

Während traditionelle Anlageklassen gegenwärtig eine hohe Volatilität aufweisen, dürften viele Investoren versucht sein, das Aktien-Beta, die überproportionalen Bewegungen, mit alternativen Anlagen auszugleichen. Sachwerte – also Bereiche wie Infrastruktur, Private Equity oder Immobilien – sind jedoch häufig sehr illiquide, und zudem weisen sie eine künstliche, irreführende negative Korrelation zu traditionellen Beta-Werten wie Aktien auf.

Bei einer effizienten Diversifikation geht es nicht einfach darum, in eine breite Palette von Anlageklassen zu investieren. Die Kunst besteht darin, un- oder wenig korrelierende Positionen zu identifizieren, die in jedem Marktumfeld funktionieren.

José Machi, Head Switzerland, Nordea Asset Management.

Renditeschwund



Quelle: Nordea / Grafik: FuW, sp

«Es könnte noch einen Run in Aktien geben»

FONDSMANAGERINTERVIEW Uwe Rathausky, Manager des Mischfonds Acatis Gané Value Event aus Deutschland, folgt den Spuren Warren Buffetts und spricht über «Investieren ohne Stress».

Herr Rathausky, Investieren ohne Stress klingt gut. Ist der Vorsatz auch realistisch? Was verstehen Sie unter Stress?

Mit der Kombination aus Value und Event versuchen wir nicht nur das fundamentale, sondern auch das marktpreisbedingte Risiko einer Investition zu reduzieren. So gelingt es uns, das Abwärtsrisiko, die Maximum Drawdowns, die wir als «Stress» bezeichnen, im Vergleich zum Gesamtmarkt signifikant und systematisch zu verringern. Das geht, ohne dass wir dabei auf eine attraktive Rendite verzichten müssen.

Der Fonds ist derzeit mit über 70% in Aktien und 24% in Anleihen investiert. Weshalb Anleihen, wo die Renditen für gute Papiere gleich null oder negativ sind?

Bei den meisten Staats- und Unternehmensanleihen ist der reale Kapitalverlust längerfristig tatsächlich programmiert. Deswegen sind die Hälfte unserer Anleihen reine Geldmarktersatzpapiere. Das heisst, wir investieren in liquide Unternehmensanleihen erster Güte mit einer Restlaufzeit von einem bis zwei Jahren. So verdienen wir mit der Liquidität ein paar wenige Basispunkte. Gleichzeitig sind wir flexibel und können Chancen ergreifen, wenn die Volatilität an den Märkten zurückkehrt.

Und die andere Hälfte?

Sie umfasst vor allem Altanleihen von Banken. Die Finanzinstitute sind wegen der Regeln von Basel III gezwungen, neue Eigenkapitalinstrumente zur Gläubigerbeteiligung zu emittieren. Das machen sie nicht nur, um die Kapitalquoten hochzuführen, sondern auch, um Kapital abzulösen, das den strengen Kriterien von Basel III nicht mehr genügt. Mit jeder neuen Emission gewinnen unsere Altanleihen an Sicherheit. Da sind Renditen von 6% und mehr durchaus gegeben.

Bereitet Ihnen die Bondblase Sorgen?

Die Mischung aus fehlender Liquidität am Sekundärmarkt und Zinsänderungsrisiken mahnt zur Vorsicht. Wir haben deswegen die Duration deutlich reduziert und das Portfolio immunisiert.

Das heisst?

Ein Teil der nicht Basel-III-fähigen Bankanleihen sind CMS-Papiere, Constant Maturity Swaps. Sie bilden das jeweilige Zinsumfeld im Coupon ab, weswegen die Verzinsung zurzeit minimal ist und die Papiere nur zu 50 bis 60% ihres Nominals notieren. Wegen ihrer Couponstruktur genügen sie den Kriterien nach Basel III nicht mehr und verlieren seit dem 1. Januar 2012 jährlich 10% der Anrechenbarkeit zum Kernkapital. Die Zeit spielt für uns: Das Kurspotenzial durch wieder steigende Swap-Sätze ist gegeben. Je näher der 31. Dezember 2021 rückt – bis dann müssen die neuen Regeln eingeführt sein –, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit, dass Emittenten die Anleihen über Rückkaufangebote mit Gewinn erwerben möchten oder zum Nennwert von 100% ablösen werden.

Weshalb noch Anleihen und nicht ausschliesslich Aktien, deren Risikoprämien relativ zum Anleihemarkt noch immer attraktiv sind?

Wir tragen der veränderten Attraktivität Rechnung, indem wir unsere Aktienquote im Markteinbruch zu Jahresbeginn auf über 70% ausgebaut haben. Aber auch bei einzelnen Anleihen gibt es unverändert attraktive Prämien zu verdienen.

Was antworten Sie Skeptikern, die Aktien als überteuert bezeichnen?

Historisch scheint der Gesamtmarkt leicht überbewertet zu sein. Falls aber die Nullzinsen längerfristig andauern, ist er hochattraktiv. Viele Anleger könnten aus Anlagenot noch regelrecht in Aktien getrieben werden. Wir spekulieren aber nicht darauf, sondern konzentrieren uns auf herausragende Unternehmen. Sie sollten in fünf bis sieben Jahren deutlich mehr wert-

seins als heute, unabhängig vom dann vorherrschenden Zinsumfeld.

Das erklärte Vorbild von Ihnen und Co-Manager Henrik Muhle ist US-Investorenlegende Warren Buffett. Er ist reiner Value-Investor. Sie kombinieren Substanz mit Event. Wie geht das?

Die Substanz eines Unternehmens ist nur so viel wert, wie daraus ein freier Cashflow erzielt werden kann. Events helfen uns, das Timing zu verbessern. Es sind unternehmensspezifische Katalysatoren, die ein Investment beflügeln oder zumindest das Kursrisiko begrenzen.

Was kann ein solcher Katalysator sein?

Etwa operative Ereignisse oder Aktienrückkäufe. Auch Kapitalerhöhungen gehören dazu, wenn sie unsere Position als Anleihenbesitzer stärken. Man denke an die Vervielfachung der ausstehenden Aktien durch Kapitalerhöhungen bei der Commerzbank: Als Aktionär bekommt man in einem solchen Fall das Grausen, als Anleihenbesitzer freut man sich.



BILD: ZVG

«Lindt & Sprüngli waren uns leider immer zu teuer.»

UWE RATHAUSKY

Günstige Aktien haben meistens einen Haken. Macht es sich bezahlt, auf zurückgebliebene Titel zu setzen?

Wir orientieren uns nicht an der Regression zur Mitte, dass sich der Aktienkurs dem Mittelwert nähert, sondern daran, was hervorragende Unternehmen in fünf oder sieben Jahren verdienen werden und wie sie auf dem Weg dorthin mit dem Kapital der Aktionäre umgehen.

Gibt es dafür ein Muster?

Traditionell finden wir die besten Geschäftsmodelle in den Bereichen Konsum, Software und Finanzen.

Wie definieren Sie Qualität?

Ein Unternehmen verfügt im Idealfall über eine langfristige Wachstumsperspektive, eine hohe operative Marge, wieder-

Acatis Gané Value Event Fonds

Top-10-Aktienpositionen	Anteil in %	Anteil in %	
Berkshire Hathaway	8,98	Münchener Rück	4,89
L'Occitane	7,85	Nestlé	4,33
Novo Nordisk	7,79	Hermès	3,91
Grenke	6,92	LVMH	3,51
Apple	5,57	IBM	3,46

Volumen in Mio. €	1284		
Ausgabeaufschlag in %	5,0		
Ter in %	1,79		
Lancierungsdatum	15.12.2008		
Fondsdomizil	Deutschland		
Valorennummer	4925 520		
Beta	0,8		
Performance in %	2016	3 Jahre p.a.	5 Jahre p.a.
Fonds	0,5	5,4	8,6

Daten per Ende August 2016

kehrenden Umsatz, geringe Zyklichkeit, kleine Losgrößen, eine hohe Kapitalrendite und Preissetzungsmacht. Es sollte «Asset Light» sein, also nur geringe Erhaltungsinvestitionen benötigen, damit es ins künftige Wachstum und in die Ausschüttungen investieren kann.

Welche Unternehmen zeichnen sich in dieser Hinsicht besonders aus?

Berkshire Hathaway, die deutsche Grenke-Gruppe, Novo Nordisk und L'Occitane sind gute Beispiele. Die Profitabilität des auf soziale Verantwortung und Nachhaltigkeit ausgerichteten Naturkosmetikherstellers L'Occitane ist angesichts einer Rohermargen von mehr als 80% fulminant. Investitionen in die Digitalisierung des Geschäftsmodells sowie in neue Produkte und Märkte lasten derzeit auf der operativen Marge, werden sich aber in den kommenden Jahren auszahlen. Vor drei Jahren, als wir erstmals eine Position aufbauten, kündigte das Unternehmen an, Aktienrückkäufe auf einem niedrigen Bewertungsniveau durchzuführen.

Was Sie aufforchen liess?

Ja, zusammen mit einsetzenden Aktienkäufen des Managements war das ein wichtiger Faktor, der unsere Überzeugung für die Qualität der Kapitalverwendung stützte. Den meisten Gesellschaften ist eher daran gelegen, mit Aktienrückkäufen Aktienoptionen fürs Management abzusichern, als eine Arbitrage zwischen Preis und Wert im Sinne der Anteilseigner durchzuführen.

Ihr Fonds ist auch in der Schweiz registriert. Besitzen Sie Schweizer Aktien?

Schon seit vielen Jahren halten wir Nestlé. Lindt & Sprüngli waren uns leider immer zu teuer – ein Fehler, denn grossartige Unternehmen wachsen in die Bewertungen, die heute noch hoch erscheinen, meist ziemlich schnell hinein.

Die grösste Fondsposition ist Berkshire Hathaway, in die ein Anleger direkt investieren könnte.

Er könnte ausser in Berkshire Hathaway auch in Novo Nordisk, L'Occitane und Grenke investieren, dann hätte er mehr als 30% des Fonds abgedeckt. Aber eben nicht alles.

Wie weit führt die Fundamentalanalyse noch zum Ziel in Märkten, die von Zentralbankgeld getrieben werden und den Realitätsbezug zu vermissen scheinen?

Um bei Warren Buffett zu bleiben: «Erst wenn die Ebbe kommt, sieht man, wer eine Badehose trägt.» Teils erodieren die Geschäftsmodelle von Banken, Versorgern, Rohstoffunternehmen und Traditionskonzernen so stark, dass weit und breit keine Hose mehr in Sicht ist. Da nützt das ganze Zentralbankgeld nichts – als Aktionär ist man mit einem steten Kapitalverlust konfrontiert. Zudem gibt es trotz expansiver Geldpolitik regelmässig Kurseinbrüche. Davor haben wir keine Angst, Volatilität ist eine willkommene Gelegenheit, Liquidität zum Arbeiten zu bringen.

Welche Risiken müssen Sie eingehen, um Mehrertrag zum Index zu erzielen?

Wir orientieren uns nicht an Indizes. Die Strategie ist, das Kapital dann einzusetzen, wenn unsere Renditekriterien erfüllt sind. Wenn nicht, sind wir geduldig und halten Liquidität oder Geldmarktersatzpapiere, in der Vergangenheit waren das durchaus auch mal 30 oder 40%.

Wie schätzen Sie die Finanzmärkte generell ein, mehrten sich acht Jahre nach der letzten Finanzkrise nicht doch die Stresssignale?

Wir gehen davon aus, dass die expansive Zentralbankpolitik fortbesteht und die Reparaturmassnahmen im Bankensektor weitergehen werden. Innerhalb dieses Weltbilds sollten Aktien allgemein attraktiv bleiben.

INTERVIEW: HANSPETER FREY