



Andreas Hauser

Portfoliomanager, Habel, Pohl und Partner, Wiesbaden. Fonds seines Hauses: HP&P Euro Select UI Fonds, Aktienfonds Südeuropa UI, Vermögensmanagement Fonds Universal, quantumX Global UI

Peter Ulrik Kessel

Vorstand, R.I. Vermögensbetreuung, Ettlingen. Fonds seines Hauses: RIV Rationalinvest VVF, RIV Aktieninvest Global, RIV Zusatzversorgung

Dr. Lars Slomka

Vorstand, Hansen & Heinrich AG, Frankfurt. Fonds seines Hauses: H&H Strategie Fonds, Hansen & Heinrich Universal Fonds

»JETZT IST DIE ZEIT FÜR AKTIVES FONDSMANAGEMENT«

Marktausblick, Renditestategien, Risikomanagement und Digitalisierung: Sechs unabhängige Vermögensverwalter diskutierten mit DAS INVESTMENT über die Perspektiven ihrer Branche

Moderation: Oliver Lepold | Fotos: Piotr Banczerowski

Hans-Otto Trümper
Partner, GAP Vermögensverwaltung, Köln. Fonds seines Hauses: GAP Portfolio UI, GS&P Fonds GAP

Rainer Fritzsche
Geschäftsführender Gesellschafter, OVIDpartner, Dortmund. Fonds seines Hauses: Perspektive OVID Equity Fonds, OVID Infrastructure HY Income UI



Frederik Hildner
Portfoliomanager, Salm-Salm & Partner, Wallhausen. Fonds seines Hauses: Salm-Salm Sustainability Convertible, Salm-Salm Balanced Convertible, Salm-Salm Investment Grade Convertible

DAS INVESTMENT: Starten wir mit einer Marktanalyse. Sind Sie bei Aktien weiter positiv gestimmt?

Andreas Hauser: Wir sind optimistisch. Wir haben eine größere Korrektur erlebt, es wird auch noch weitere geben. Angesichts der Grundsituation in Europa bei niedrigen Zinsen mangelt es an Alternativen. Daher ist die Aktie für uns ein ganz wichtiges Medium für die Zukunft. Dax-Unternehmen haben im laufenden Jahr mitunter zwischen 30 und 40 Prozent verloren, besonders stark im Oktober und November. Wenn man nicht nur in Halbjahren oder Quartalen denkt, ist jetzt die Zeit, das Portfolio wieder so aufzustellen, dass man die nächsten Jahre gut voranschauen kann.

Lars Slomka: Wir sehen eine gesunde Konsolidierung. Der berühmte Draghi-Put und auch der

Fed-Put laufen langsam aus. Das führt zu Wechsel. Man sieht das in der Sektor-Rotation. Tech ist out, und defensivere Werte sind in, weil mit der Normalisierung der Geldpolitik die Wachstumsraten zurückgehen und der Tech-Sektor darauf besonders empfindlich reagiert. Aufgrund steigender Zinsen in den USA werden vielleicht auch bald wieder Treasuries interessant. Dass der Semiconductor-Sektor trotz relativ guter Zahlen so unter die Räder kommt, liegt im Wesentlichen auch an Trumps Handelspolitik.

Peter Ulrik Kessel: Wir sehen das ähnlich, für uns ist die Aktie alternativlos, wenn man langfristige positive Realrenditen erzielen will. Wir zielen auf Qualitätsaktien ab und sehen im Zuge der Korrektur Möglichkeiten, dass man gezielt Einzeltitel ►



nachkaufen oder neue Positionen aufbauen kann. Die Volatilität ist für uns normal, bei einem Investment im Aktienmarkt gehören Schwankungen mit dazu, das ist kein Grund zur Besorgnis.

Frederik Hildner: Auch wir sind konstruktiv gestimmt. Auf der Fixed-Income-Seite hat man im Wesentlichen bei guten Krediten viel Duration und wenig Rendite. Bei besserer Konjunktur passen sich die Renditen entsprechend an, insofern sind Aktien nach wie vor relativ attraktiv. Ungewöhnlich ist nicht die aktuelle Korrektur, sondern die zwei vorangegangenen Jahre mit historisch geringer Volatilität. Volatilität gehört zum Alltag und bietet uns immer wieder Kaufchancen.

Rainer Fritzsche: In den 90er Jahren ging ein mittelfristiges Investment über drei bis fünf Jahre. Heute umfassen mittelfristige Analysen sechs oder acht Monate. Vermögensverwalter denken aber in längeren Zyklen und kommen damit auf sehr ansehnliche Durchschnittsrenditen. Eine Aktie ist ein realer Wert und gehört in jedes diversifizierte Portfolio, von daher bin ich weiterhin optimistisch. Für uns stehen nachhaltige Werte im Vordergrund. Ich möchte nicht mehr in Rheinmetall oder Boeing investieren.

Hans-Otto Trümper: Kurz- bis mittelfristige Prognosen sind schwierig, von den langfristigen Aussichten von Aktien sind wir nach wie vor überzeugt. Es gibt genügend Treiber für positive Konjunkturanstöße. Wir gehen einen Mittelweg zwischen fundamentaler Betrachtung und Markttechnik. Letztere hat sich

zusehends verschlechtert, daher agieren wir momentan sehr zurückhaltend. Entscheidend ist, wie es weltweit mit der Konjunktur weitergeht. Wenn es nicht bald zu einer Einigung im Handelsstreit kommt, wird das weiter negative Auswirkungen haben. Wir mahnen zur Vorsicht.

Welche Erwartungen haben Sie zur Zinsentwicklung?

Kessel: Wir erwarten weiterhin negative Realrenditen, gerade am kurzen Ende. In den USA gibt es nach dem Zinsanstieg leicht positive Realrenditen, die Inflationserwartungen sind dort aber auch stärker. Grundsätzlich ändert sich nicht viel am Bild, viele Staaten sind weiterhin stark verschuldet. Gerade mit Blick auf Südeuropa kann es sich die EZB nicht erlauben, die Realzinsen groß anziehen zu lassen.

Slomka: In den USA werden die Zinsen steigen, weil die Konjunktur gut läuft, die Steuerreform hat dies bestärkt. In Europa wird die EZB weiter auf der Rasierklinge zwischen Italien und Deutschland laufen. Womöglich muss Deutschland mit höherer Inflation bei niedrigen Zinsen leben. Wir sehen, dass die Renditen in Italien doch steigen können, also bleiben die Zinsen zumindest dort nicht niedrig. Wenn politische Fehler passieren, können die Zinsen auch in Europa steigen.

Hauser: Wir sehen das anders und gehen davon aus, dass die Fed vielleicht noch ein oder zwei Zins-schritte macht, es dann aber zu einer Stabilität der Zinslandschaft kommt. Es wird bereits diskutiert,

»Beim Risikomanagement ist der Kundendialog wesentlich«

Lars Slomka
Hansen & Heinrich AG

»Meine Absicherung ist an erster Stelle Transparenz und Ehrlichkeit«

Rainer Fritzsche
OVIDpartner

inwieweit die steigenden Zinsen für die Wirtschaft gesund sind. Wir glauben, dass wir diesen Punkt bereits erreicht haben und weitere Zinsschritte eher negativ wirken. Ein Zinstrend wie in den USA der letzten drei Jahre wird in Europa nicht passieren.

Trümper: Für uns ist entscheidend, Konjunktur und Inflation im Blick zu behalten, weil das die wichtigsten Kriterien für weitere Zinsentscheidungen sein werden. Sollte der Handelsstreit nicht bald beigelegt werden, wird der Zinserhöhungszyklus der Fed bald ein Ende finden. Im anderen Fall wird es zu weiteren Zinserhöhungen kommen und möglicherweise auch zu einem Überschießen wie in früheren Jahren. Einem weiteren Zinsanstieg in den USA wird sich dann auch Europa nicht entziehen können.

Fritzsche: Die Frage greift mir zu kurz. Damit wird häufig in der Öffentlichkeit ein Markt pauschalisiert, der mittlerweile sehr differenziert ist und nicht mehr nur aus Staatsanleihen besteht. Das verunsichert Anleger, die dann Anleihen aus ihrem Portfolio werfen. Dabei finden Sie ausreichend Anleihen, die einen interessanten Zinskupon und Stabilität liefern. Ich muss stets prüfen, was die Quelle des Zinseinkommens ist. Anleger wie Stiftungen und Pensionskassen möchten Kapitalstabilität mit begrenzter Schwankungsbreite haben.

Hildner: Es wird in den Medien tatsächlich sehr heiß gekocht, dabei haben alle Zentralbanken gesagt, sie werden pfadabhängig agieren. Höhere Zinsen können demnach nur einhergehen mit besserer

Ökonomie und höherer Kerninflation. Zum Glück sind wir bei Wandelanleihen deutlich weniger zins-sensitiv. In allen Zinsanstiegsphasen in den USA, in denen zehnjährige Treasuries innerhalb von zwölf Monaten mehr als ein Prozent zugelegt haben, hat unser Wandelanleihe-Index positiv performt. Wenn die Aktienmärkte laufen, kann eine Wandelanleihe steigende Zinsen nicht nur kompensieren, sondern überkompensieren.

In welchen Anlageklassen sehen Sie derzeit besondere Investitionschancen?

Fritzsche: Die Diversifikation wird weiterhin den einzelnen herausgepickten Markt schlagen. Wir investieren im Infrastruktursektor in Unternehmensanleihen im High-Yield-Bereich. Da bevorzugen wir klar Europa, finden aber auch sehr spannende Werte im asiatischen Raum, die uns bei einem stabilen Geschäftsmodell vor Währungsabsicherung sicher 7 Prozent als Kupon liefern. Im Aktienbereich sind wir mit einem Nachhaltigkeitsfonds unterwegs. Ich glaube daran, dass Bereiche wie Gesundheit, Infrastruktur, saubere Energie, sauberes Wasser und vor allem auch Ressourceneffizienz weiterhin vorne stehen werden.

Trümper: Im aktuellen Umfeld mit negativen Realzinsen setzen wir den Schwerpunkt auf Sachwerte. Wir beleuchten einzelne Unternehmen über einen Bottom-up-Ansatz. Über die Unternehmen finden wir dann meist zu Branchen. Wir eruiieren, welches Unternehmen hat die interessantesten Produkte, ►





das beste Management, die beste Bilanz. Und wir kaufen erst dann, wenn wir einen Aufwärtstrend sehen. Medizintechnik ist in unserem Fonds sicher eine der größten Gruppen. Andere Bereiche wie Banken klammern wir völlig aus.

Hildner: Als Vertreter eines Wandelanleihenhauses nenne ich natürlich Wandelanleihen. Die hohe Zinssensitivität des Anleihemarkts tritt hier nicht auf. Ein Beispiel: Wir haben ein Portfolio mit fünfjähriger Restlaufzeit im Schnitt, das heißt fünf Jahre Optionalität, fünf Jahre Chance, aber wir weisen nur eine effektive Zinssensitivität von 2,0 bis 1,9 für ein Prozent Zinsveränderung auf. Das ist sehr gering für ein solches Portfolio mit fünfjährigen Call-Optionen, die Sie in dieser Form an der Terminbörse einzeln gar nicht kaufen können.

Hauser: Unser Fokus liegt auf Qualitätsaktien. Waren zuletzt eher Growth- und Technologieaktien die großen Player am Markt, geht der Trend nun wieder zu den Value-Aktien. Wir sind sehr positiv gestimmt bei deutschen Aktien. Bei gemischten Mandaten folgen wir dem Trend der US-Anleger, die wieder amerikanische Treasuries kaufen. Und als Beimischung findet man bei uns Edelmetallinvestments.

Kessel: Wir führen eine klassische Anlagepolitik, also Aktien-Anleihen-Cash. Als langfristiger Investor ist für uns der liquide Sachwert Aktie alternativlos. Unsere Portfolios bestehen aus circa 50 Einzeltiteln und sind breit diversifiziert über Währungen, Länder und Branchen. Wir analysieren Aktien auch fundamental und mit einem Bottom-up-Ansatz,

»Bei niedrigen Zinsen mangelt es an Alternativen für die Aktie«

Andreas Hauser
Habbel, Pohlig und Partner

der in unser Top-down-Raster eingepasst wird. Das ist einfache, langweilige Anlagepolitik, aber die Ergebnisse geben uns recht.

Slomka: Unser klassisches Konzept orientiert sich an Werterhalt und Ausschüttung. Wir sind von jeher eher Value-orientiert und achten darauf, dass Unternehmen solide Bilanzen haben und kontinuierliche Erträge erwirtschaften. Wir agieren viel mit Stillhaltengeschäften und bevorzugen Corporate-Anleihen gegenüber Staatsanleihen, weil Unternehmen in der Regel besser managen als Staaten. Für uns sind ein sauberes Management in einem relativ defensiven Sektor und Ausschüttungsorientierung wichtig.

Zum Risikomanagement: Wie beugen Sie Portfolio-Abstürzen konkret vor? Haben Sie Lehren aus zurückliegenden Marktkrisen gezogen?

Trümper: Wir haben feste Obergrenzen. Bei den Aktien etwa grob maximal ein Drittel USA, ein Drittel Europa und ein Drittel Asien. Ebenso für Branchen. Wenn wir in einzelne Titel investieren, müssen Fundamentaldaten und Markttechnik beide positiv sein. Wir investieren schrittweise, und wenn Trends verletzt werden, bauen wir Positionen sukzessive wieder ab. Wir haben erstmals eine Future-Sicherung vorgenommen und die Aktienquote Amerika um 5 Prozent über den S&P Future reduziert, ebenso Europa über den Euro Stoxx 50. Das ist nur ein temporäres Hilfsmittel, um schneller agieren zu können. Wenn ein längerer Aufwärtstrend kaputtgeht, dann muss man reagieren. ►

Kessel: Bei uns hat sich die Anlagepolitik seit der Gründung 1996 nicht verändert. Wir minimieren Risiken, indem wir diversifizieren und breit streuen. Aus unserer Sicht ist es kein attraktives Kosten-Nutzen-Verhältnis, wenn man versucht abzusichern. Man müsste Einstieg und Ausstieg richtig timen, und das klappt selten. Wir nutzen daher keine zusätzlichen Instrumente. Unsere Kunden sind langfristige Anleger und nehmen die Schwankungen mit.

Hauser: Auch bei uns hat sich das Risikomanagement nicht groß verändert, obwohl wir jetzt andere Zeiten haben. Aktuell liegen wir eher niedrig bei den Aktienquoten und bauen Positionen in Edelmetallen aus. Auch das Thema US-Staatsanleihen wird etwas ausgefahren, aber wir haben auch kein Problem damit, in gewissen Marktphasen sehr niedrige Aktienquoten zu fahren und Cash zu halten. Im Moment ist im Risikomanagement das ganz aktive Management gefragt denn je.

Slomka: Der Kundendialog ist dabei wesentlich. Ich muss stets die Kundenerwartungen und das Produkt betrachten, wofür es steht und welche Risiken damit einhergehen. Einem dynamischen Kunden, der langfristig in Aktien investieren möchte, ein Long-short-Produkt zu verkaufen, ergibt keinen Sinn. Vermögensverwalter müssen ihren Kunden derzeit viel erklären. Wir tun das gern, bei uns sitzt kein sprechender Robo.

Fritzsche: Meine Absicherung ist an erster Stelle Transparenz und Ehrlichkeit. Auf unser Infrastruktur-Anleiheprodukt bezogen heißt das, wir schauen

genau hin, woher der Kupon kommt. Wir arbeiten hier mit Universal sehr angenehm zusammen, dort gibt es ein Risiko-Controlling. Falls der Rentenmarkt dichtmacht und ich weder kaufen noch verkaufen dürfte, könnte ich trotzdem eine Ausschüttung von 4,5 Prozent liefern. Einem panischen Kunden könnte ich dann sagen: Du bekommst doch das Einkommen, das du wolltest. Schauen wir in Ruhe, wie sich die ganze Sache weiterentwickelt.

Hildner: Erstens die Kommunikation mit dem Kunden. Wir kennen die Risikotragfähigkeit unserer Kunden genau. Nichts ist schlimmer, als in die Korrektur hinein zu liquidieren. Punkt zwei ist das operative Risikomanagement. Wir hedgen außer bei Währungen auf den Euro nicht, da niemand dauerhaft ein überlegener Timer sein kann. Unser Vorteil: Wandelanleihen haben eine eingebaute Put-Option aufgrund des Bondfloors. Das bedeutet, wenn die Aktien abstürzen, ist mein Rückzahlungsversprechen nach fünf Jahren von Unternehmen XY immer noch die 100 wert, die ich am Anfang dafür ausgegeben habe. Im operativen Risikomanagement ist uns wichtig, die Qualität des Portfolios im Auge zu haben. Dazu gehört neben der Kreditqualität auch die Marktinhaberschaftsanalyse.

Spannungsfeld ETFs versus aktiv gemanagte Fonds – besteht hier ein konstruktives Wettbewerbsverhältnis?

Slomka: ETFs sind ein gutes ergänzendes Produkt, weil es kostengünstig Indizes abbilden kann. Aber

»Eine Wandelanleihe kann steigende Zinsen überkompensieren«

Frederik Hildner
Salm-Salm & Partner





»Wenn ein längerer Aufwärtstrend kaputtgeht, muss man reagieren«

Hans-Otto Trümper
GAP Vermögensverwaltung

man muss es verstehen. Unsere Aufgabe ist es, gute von schlechten Produkten zu trennen und den Kunden darauf hinzuweisen. Wir setzen auch passive Produkte ein, aber wir achten darauf, dass sie physisch unterlegt sind. Die Investoren scheinen vergessen zu haben, dass wir vor drei Jahren in den Emerging Markets fast keine ETFs handeln konnten, weil die Spreads der Bonds so weit auseinandergegangen waren, dass es eben nicht möglich war, sofort zu liquidieren.

Kessel: Als Vermögensverwalter versucht man stets eine aktive Allokation zu gestalten. Daher sehe ich Wettbewerb nur indirekt. Kunden fragen nach ETFs, aber man kann sie aufklären. Sich selbst ein ETF-Portfolio zusammenzustellen ist nicht so einfach, wie es oftmals in der Presse propagiert wird. Gerade Bond-ETFs sehe ich sehr kritisch. Ebenso synthetische ETFs, wenn bei diesen der Gegenpart in Bedrängnis kommt, hilft auch das als Sicherheit hinterlegte Trägeranleihen-Portfolio, das häufig auch aus Finanzanleihen besteht, in unseren Augen nicht viel weiter.

Hauser: Wir nutzen ETFs schon seit vielen Jahren in gewissen Marktphasen. Sie stehen klar im Wettbewerb mit uns, hier kommen auch immer mehr große Namen wie Blackrock, die Power haben, um solche Strukturen weiter voranzutreiben. In den letzten Jahren war es keine große Kunst, insbesondere mit Aktien-ETFs Geld zu verdienen. Ich glaube, dass viele Anleger mit ETF-Portfolios demnächst böse auf die Nase fallen könnten. Die

Zeit für aktive Vermögensverwalter kommt jetzt in den nächsten Jahren.

Trümper: Mich stört der Begriff passiv, weil ETFs eine Momentum-Strategie sind. Der Anteil von Unternehmen, die gut laufen, wird im Index immer höher. Ich bin also immer da, wo alle sind. Wir glauben, dass man in Aktien weltweit investieren sollte und sich nicht auf Europa, USA oder Asien beschränken sollte. Mit unserer Titelauswahl grenzen wir gern Branchen aus, wozu wir mit einer passiven Anlage nicht in der Lage wären. Langfristig sind wir davon überzeugt, dass man die passenden Unternehmen aussuchen sollte und nicht den Index.

Hildner: Mein großes Problem mit ETFs ist die Liquidität. In den USA haben ETFs und passive Produkte 45 Prozent Marktanteil. Diesen kann man fortwährend handeln, was zu erheblichen Schwankungen führen kann, wie man am 24. August 2015 beim S&P500 gesehen hat. Weil damals, bis der erste Kurs als Index angezeigt wurde, über die Hälfte der zugrunde liegenden Aktien noch in der Eröffnungsauction waren, rutschte ein großer ETF in der Spitze eine halbe Stunde nach der Eröffnung auf minus 25 Prozent. Ähnliche Effekte in geringerem Ausmaß hat man auch 2018 gesehen. Auf der Fixed-Income-Seite beträgt der Marktanteil 25 Prozent. Das wäre kein Problem, wenn ein Bewusstsein dafür herrschen würde, wie liquide das Produkt wirklich ist.

Fritzsche: ETFs sind ein gutes Instrument, um kurzfristig Marktexposure aufzubauen. Sie sind ganz klar eine Konkurrenz, weil Geiz geil ist. So wird ►



die Botschaft verbreitet, schon für 0,01 Prozent könnte man etwa weltweit Aktien kaufen. Das ist eine Fabel! Wir reden hier über Wertpapierleihe. Als Vermögensverwalter dies für den Endkunden einzusetzen ist Vortäuschung falscher Tatsachen. Und ich sehe eine Gefahr in der Billionengröße der ETFs. Wenn wir einen echten Crash bekommen, werden die verliehenen unterlegten Papiere zurückgefordert. Die sind aber dann nicht da, und so erhalten Sie eine Verselbstständigung.

Stichwort Mifid II. Wo liegen die Hürden heute, wo die Chancen?

Hildner: Mifid II hat einen erhöhten administrativen Aufwand nach sich gezogen. Neue Prozesse, neue IT-Infrastruktur und neue Mitarbeiter müssen her. Marktseitig führt Mifid II dazu, dass Anlageklassen wie Wandel- oder Unternehmensanleihen dem elektronischen Handel zugeführt werden. Und dazu, dass das Handelsvolumen sich auf große etablierte Investmentbanken vereint und weniger bei unabhängigen Research-Häusern landet.

Slomka: Mir gefällt nicht, dass keine gleichwertigen Bedingungen für alle geschaffen wurden. Größere Institute haben andere Freiheiten als unabhängige Vermögensverwalter. Was hat sich der Gesetzgeber dabei gedacht, dass wir einem Kunden Hunderte Seiten Geeignetheitsprüfung, WpHG-Bogen et cetera vorsetzen müssen? Wenn er aber ein Onlinedepot eröffnet, muss er fünf Fragen beantworten und kann agieren – das verstehe ich nicht.

»Konzentrierte und einfache Geschäftsmodelle sind bei Mifid II im Vorteil«

Peter Ulrik Kessel
R.I. Vermögensbetreuung

Fritzsche: Wir erhalten eine Konsolidierung im negativen Sinne, weil Mifid II die Branche der unabhängigen Vermögensverwalter weiter verringert. Sie brauchen ein größeres Mindestvolumen, um die Administration zu stemmen, selbst wenn sie so viel wie möglich outsourcen. Als kleine Investmentboutique benötigt man für einzelne Produkte 50 Millionen Euro für ein auskömmliches Setup. Mifid II bringt dem Kunden null Vorteil. Auch weiterhin wird es schwarze Schafe in der Branche geben.

Hauser: Der größte Nachteil für uns sind deutlich höhere Kosten für Personalaufbau, EDV und Taping. Viele Vermögensverwalter, die dies nicht umsetzen können, werden so aus dem Wettbewerb gedrängt.

Trümper: Das größte Übel besteht in der Eröffnung einer Kundenbeziehung inklusive Kontoeröffnung bei einer Bank. Da sind Schriftstücke entworfen worden, die kein Kunde mehr lesen möchte. Auf der anderen Seite hat das Mehr an Dokumentation Unternehmensführung und Risikocontrolling verbessert. Nun werden noch die ESG-Kriterien Einzug in Geeignetheitsprüfung und WpHG-Bogen halten. Wir machen nur Finanzportfolioverwaltung, Anlageberatung ist so nicht mehr zu stemmen.

Kessel: Bei Mifid II war vieles gut gemeint, wurde aber schlecht umgesetzt. Was einmal reguliert ist, wird selten zurückgerollt. Konzentrierte und einfache Geschäftsmodelle sind im Vorteil. Wir sind bereits 2015 Kapitalverwaltungsgesellschaft geworden und haben eine Volljuristin eingestellt, die sich um die Regulierung kümmert. Fatalismus hilft hier weiter. ■