



Thomas Herbert, Ethenea



Carsten Roemheld, Fidelity International



Carmen Daub, Gothaer AM



Felix Graf von Hardenberg, IPConcept



Peter Rieth, Oddo BHF AM



Stefan-David Grün, DJE

# „Fondsmanager müssen wie gute Surfer agieren“

**ROUNDTABLE** „Easy going“ war gestern. Die Herausforderungen im Anleihesegment und die Politiken der Notenbanken, die mehr und mehr auseinanderdriften, lassen viele Manager von vermögensverwaltenden Fonds umdenken. Cash. sprach mit sechs großen Anbietern im Segment der VV-Fonds über den Start einer neuen Ära und die Zukunft der Produktklasse.

*Mischfonds und vermögensverwaltende Fonds werden oft in einem Atemzug genannt. Sollte man in der Vermarktung eine Unterscheidung vornehmen?*

**Roemheld:** Ja, man muss hier klar unterscheiden beziehungsweise in Evolutionsstufen denken. Klassische Mischfondskonzepte der ersten Stunde investierten in der Regel in Aktien und Anleihen in einem bestimmten Verhältnis. Ausgewogene Konzepte setzten beispielsweise auf ein Verhältnis von 50:50, defensive Fonds eher auf 30 Prozent Aktien und 70 Prozent Zinspapiere. Doch das ist die alte Welt der Mischfonds. Heute sind wir weiter. Zeitge-

mäße vermögensverwaltende Fonds investieren in ein deutlich breiteres Spektrum von Anlageklassen, sind auf verschiedene Kundenbedürfnisse zugeschnitten und in der Regel sehr viel flexibler in ihren Allokationen. Diese Ansätze stellen wir in der Vermarktung in den Vordergrund.

**von Hardenberg:** Mischfonds ist der Oberbegriff für Fonds, die in mehrere Anlageklassen wie Aktien, Renten, Edelmetalle und Immobilien gleichzeitig anlegen. Eine spezielle Ausprägung der Mischfonds sind vermögensverwaltende Fonds. Sie sind sehr flexibel in der Allokation und richten sich nicht an irgendwelchen Indizes aus.

Mit einem möglichst breiten Portfolio aus verschiedensten Assetklassen dienen sie dem Anleger als Basisinvestment. Unter dem Strich sollte eine relativ ruhige Entwicklung mit einer vernünftigen Rendite und kalkulierbaren Schwankungen stehen.

**Daub:** Es kommt in der Tat darauf an, wie der Begriff Mischfonds definiert ist. Traditionelle Mischfonds investieren nur in die Assetklassen Aktien und Renten und verändern je nach Markteinschätzung die Quoten. Vermögensverwaltende Fonds sind Multi-Asset-Fonds, die vielseitiger aufgestellt sind und in ein wesentlich breiteres Anlagespektrum investieren. Durch

## Die Teilnehmer

**STEFAN-DAVID GRÜN**  
Geschäftsführer DJE Investment S.A.

**THOMAS HERBERT**  
Head of Portfolio Management bei Ethenea Independent Investors S.A.

**CARSTEN ROEMHELD**  
Kapitalmarktstrategie bei Fidelity International

**CARMEN DAUB**  
Fondsmanagerin Gothaer Comfort Fonds, Gothaer Asset Management

**FELIX GRAF VON HARDENBERG**  
Leiter Vertrieb, IPConcept (Luxemburg) S.A.

**PETER RIETH**  
Fondsmanager Oddo BHF Total Return FT, Oddo BHF Asset Management

die breite Streuung werden Diversifikationseffekte stärker genutzt und somit das Chance-Risiko-Verhältnis deutlich verbessert.

**Herbert:** Ich habe in der Vorbereitung auf dieses Gespräch meine Kollegen gefragt, wo sie die Unterschiede zwischen einem vermögensverwaltenden Fonds und einem

Mischfonds sehen. In unserer Diskussion haben wir uns dem Thema in der Weise genähert, dass der klassische Mischfonds vermutlich starre Quoten der Assetklassen hat, während der vermögensverwaltende Fonds einfach mehr Flexibilität aufweist und aktiver in der Steuerung der Quoten und der Beimischung ist.

**Grün:** Die klassischen statischen Mischfonds haben das letzte Jahr mit plus-minus null abgeschlossen, während die vermögensverwaltenden Fonds mit bis zu fünf Prozent deutlich besser abgeschnitten haben. Der Kunde kauft also eine aktive Verwaltung. Wer umgekehrt nur in ETFs investiert, fährt damit natürlich zunächst sehr günstig. Teuer wird es dann, wenn die Märkte den Wachstumspfad verlassen. Deshalb sind aktive vermögensverwaltende Fonds gegenüber ETFs, aber auch gegenüber den klassischen statischen Mischfonds die richtige Wahl.

*Kommen wir zum überragenden Absatz-erfolg der Fondskategorie. Multi-Asset-Fonds waren neben den ETFs in den letzten Jahren die beliebteste Assetklasse überhaupt. Wie lässt sich dieses Interesse der Anleger erklären?*

**Grün:** Sie bieten einfache Lösungen – nach dem Motto, gib uns dein Geld und wir kümmern uns am besten darum. Bei DJE

beschäftigen sich 15 Analysten seit langen Jahren tagtäglich mit der Sektor- und Unternehmensanalyse. Die Themen Selektion und Allokation anhand unserer FMM-Methodik waren für uns in der Vergangenheit entscheidend und werden es auch in der Zukunft sein, deshalb kann uns auch nicht bange sein vor ETFs. Auch wir setzen ETFs ein, allerdings nur als temporäre Lösung, nicht langfristig. Nehmen Sie als Beispiel den japanischen Topics. Wer in den letzten zwanzig Jahren in einen entsprechenden ETF (inklusive aller Dividenden) investiert hätte, beispielsweise mit einem Sparplan, konnte sage und schreibe ein Plus von fünf Prozent über die Zeit verbuchen. Da hat man real richtig Geld verloren. Man sollte also schon einen aktiven Ansatz verfolgen.

**Daub:** In den vergangenen Jahren sind die Kapitalmärkte wesentlich komplexer geworden, da neue Assetklassen und Anlageinstrumente hinzugekommen sind. Zusätzlich hat in den letzten Jahren die Volatilität an den Kapitalmärkten deutlich zugenommen. Beides zusammen erfordert eine intensivere und aufwendigere Analyse der Märkte und eine permanente Anpassung der Portfolios. Viele Anleger haben jedoch nicht die Zeit und auch nicht die Möglichkeiten, dies selbst durchzuführen. Deshalb vertrauen sie auf die Expertise von erfahre-

FOTOS: DIRK BEICHERT, ANDREAS VARNHORN



nen Kapitalmarktexperten und investieren in Multi-Asset-Fonds.

**Rieth:** Gerade in Deutschland sind viele Investoren risikoavers und haben in den Jahren 2000, 2007 und 2008 besonders mit Aktienfonds negative Erfahrungen gemacht. Viele scheuen deshalb eine erneute Anlage in Aktienfonds. Auf der anderen Seite sind klassische Rentenfonds für die Zukunft eher mit niedrigen Ertragsersparungen ausgestattet. Multi-Asset-Fonds oder vermögensverwaltende Fonds können in diesem Zusammenhang mit einer klugen Kombination aus beiden Assetklassen

rien hinzugekommen. Der weitgehende Ausfall von Anleihen als langjährige Renditequelle in jüngster Zeit hat klassischen Mischfonds zu schaffen gemacht. Deshalb kann man immer seltener von einem „Allwetterinvestment“ sprechen. Hier kommen die Vorteile vermögensverwaltender Fonds ins Spiel: Im heutigen Marktumfeld sind Multi-Asset-Fonds gefragt, die verschiedene Anlageklassen – Aktien, Anleihen, Rohstoffe, Immobilien, alternative Anlagen und marktneutrale Strategien – sehr flexibel miteinander kombinieren, um Mehrwert zu generieren.

ten. Es stellt sich also die Frage, inwieweit es uns gelingt, die von den Privatanlegern nicht gewünschten massiven Schwankungen auch weiterhin aus den Produkten herauszuhalten. Wie funktioniert also der Mischfonds, der vermögensverwaltende Fonds in Zukunft, wenn eine wichtige Säule der Anlage nicht mehr so wie früher funktioniert? In der nächsten Rezession wird sich zeigen, wer in der Lage ist, seine Anleger weiterhin zu überzeugen. In einem Umfeld, das herausfordernder wird, sind wir jetzt gefordert, die Aktienquote erfolgreich zu steuern. Dazu ist deutlich mehr

gen wird. Hier sind Risiko- und Kontrollmechanismen ebenso entscheidend für den Anlageerfolg. Das bedeutet auch, dass alle Investmententscheidungen im Hinblick auf Kosten und Nutzen analysiert werden und die Investmentteams entsprechend Rechenschaft ablegen sollten. Nicht jede Gesellschaft kann Expertin in allen Investmentbereichen sein, daher ist auch eine selbstkritische Hinterfragung der eigenen Stärken und Schwächen erforderlich. Das kann dazu führen, dass man sich spezifische Expertise von Dritten holt, die man nicht im eigenen Haus hat.

vestmentfonds, der eines der transparentesten und am intensivsten regulierten Finanzprodukte ist. Alle Fondsgesellschaften sind dazu verpflichtet, ausschließlich im Interesse ihrer Anleger zu handeln. Das Einhalten dieser Vorgaben wird sehr streng von Aufsichtsbehörden überwacht. Das Risiko liegt also tatsächlich nur in der Art und Weise, wie der Fondsmanager die Märkte sieht und daraus folgend investiert und da kann ein langer positiver track record des Fondsmanagers bzw. der Gesellschaft schon ein guter Hinweis auf die Qualität sein.

Um das Vertrauen der Kunden nicht zu enttäuschen, sollte der Fondsmanager vermeiden, extreme Positionierungen einzugehen. Dann ist die Gefahr besonders groß, vom Markt schnell mal „abgeschossen“ zu werden, mit der Wertentwicklung ins Hintertreffen zu geraten und dass Anleger dann ihr Geld abziehen. Es liegt also im eigenen Interesse eines jeden Mischfondsverwalters, keine einseitigen Risiken einzugehen. Das ist ganz zentral und das betrifft auch eine Beimischung von High-Yield-Anleihen. Wie stark kann man also ins Risiko gehen? Welche Duration fahre



Felix Graf von Hardenberg, IPConcept

Thomas Herbert, Ethenea

Carmen Daub, Gothaer AM

Carsten Roemheld, Fidelity International

die Lösung sein. Sie haben die Flexibilität, auch vermögensverwaltend zu agieren und die Quoten anzuheben und zu senken, je nach Marktumfeld. Das ist unser großer Pluspunkt. Ich betreue ebenfalls einen vermögensverwaltenden Fonds und die Ergebnisse zeigen, dass wir in der Vergangenheit gut abgeschnitten haben. Das ist der Schlüssel. Andernfalls würden wir als Branche sicherlich nicht so viel frisches Anlegergeld in dieser Fondskategorie verbuchen können.

**Roemheld:** Klassische Multi-Asset-Fonds sind häufig ein Basisinvestment für viele Anleger – ein breit aufgestelltes Portfolio reduziert die Anlagerisiken. Doch der Multi-Asset-Bereich ist groß, in den letzten Jahren sind zahlreiche neue Anlagekatego-

**Herbert:** Die Grundidee für einen vermögensverwaltenden Fonds ist letztendlich durch den massiven Absturz der Börsen nach dem Hype in den Jahren 2000 und 2001 entstanden, als man nach einem Produkt mit Allwetterfunktion gesucht hat. Das hat all die Jahre gut funktioniert und sicherlich viel Vertrauen in das Produkt geschaffen. Das Problem, das wir jüngst bekommen haben, ist, dass gerade bei ausbalancierten vermögensverwaltenden Fonds die Rentenseite nicht mehr so wie früher funktioniert. Und weil die meisten Anbieter mittlerweile auch noch Corporate Bonds ins Portfolio aufgenommen haben, entsteht das doppelte Problem, dass jetzt nicht nur die Zinsen nicht mehr fallen, sondern sich auch noch die Spreads auswei-

Flexibilität notwendig, was aber auch mehr Risiko bedeuten kann.

*Sie haben es gerade angesprochen, die Flexibilität des Managers kann auch zum Risiko werden. Und der Fonds kann auch intransparenter werden, die Fehlerquote des Managers kann steigen. Wie verhindern Sie, dass diese Freiheit der Fondsmanager zum Nachteil für die Anleger wird?*

**Roemheld:** Viele der neuen Multi-Asset-Konzepte sind komplex und erklärungsbedürftig. Deshalb ist eine klare und verständliche Kommunikation der Produkte und Investmentansätze gegenüber den Vertriebspartnern und gegenüber den Anlegern der Schlüssel zum Erfolg. Wichtig ist vor allem, dass mit der Freiheit auch entsprechend verantwortungsvoll umgegan-

**Daub:** Die Ansätze der Anbieter von Multi-Asset-Fonds unterscheiden sich teilweise sehr deutlich voneinander. Der Anleger sollte sich deshalb genau informieren, welchen Investmentansatz der Manager verfolgt und welches Risikoprofil zugrunde liegt. Unsere vermögensverwaltenden Multi-Asset-Fonds folgen einem stringenten Investmentprozess. Wir bieten drei Varianten mit unterschiedlichen Risikoprofilen an – eine konservative, eine ausgewogene und eine chancenorientierte Variante. Jede Variante nutzt ihre Flexibilität aus, die sich aus dem zugrunde liegenden Risikobudget ergibt.

**Grün:** Wir sollten nicht vergessen, dass wir nicht über Containerinvestments sprechen, sondern über ein Vehikel, den offenen In-

**Rieth:** Auf der Rentenseite ist es derzeit nicht mehr so einfach. Viele Fondsmanager sagen, sie seien in Renten investiert, in Wahrheit sind es aber Corporate High Yields, von denen viele Anleger gar nicht wissen, in was sie damit investieren. Eine brisante Entwicklung kann dann bei einer Konjunkturabkühlung in Verbindung mit steigenden Zinsen entstehen. Was passiert dann mit jenen Unternehmen, die sich fremdfinanziert haben? Wenn das eine oder andere Unternehmen in Zahlungsschwierigkeiten kommt, schlägt sich das auch in den entsprechenden Fonds nieder.

**Herbert:** Um noch einmal zur Ursprungsfrage zurückzukommen, als Fondsmanager eines Mischfonds hat man sehr viele Freiheiten und ebenso viel Verantwortung.

ich, welche Aktien selektiere ich? Nicht nur die Quote, sondern auch welche Gattungen wähle ich? Da gibt es auch enorme Unterschiede und es muss gelingen, ein ausgewogenes Mischungsverhältnis zu erzielen. Das ist der beste Schutz vor gravierenden Wertverlusten.

**von Hardenberg:** Herr Grün hat recht. Die Regulatorik, besonders die Weiterentwicklung der OGAW-Richtlinie, war in den letzten Jahren ein ganz wichtiger und zentraler Baustein, um das Vertrauen in die Fondsanlage zu stärken. Der Publikumsfonds ist ein tragender Grundpfeiler der Investmentbranche. Das Konzept hat sich in den stürmischen Zeiten während der Finanz- und Verschuldungskrise sehr bewährt. Es existiert schlicht kein sicheres

FOTOS: DIRK BEICHERT, ANDREAS VARNHORN





Carmen Daub, Gothaer AM



Peter Rieth, Oddo BHF AM



Stefan-David Grün, DJE



Carsten Roemheld, Fidelity International

und transparenteres Anlagevehikel am Kapitalmarkt. Größte Herausforderung für den Investor ist es, aus dem mittlerweile großen Angebot einen langfristig erfolgreichen Fondsmanager herauszupicken.

**Rieth:** Die Risiken sind natürlich sehr theoretisch. Auf der anderen Seite sind Fonds mit sehr vielen Freiheiten nicht vor extremen Verlusten gefeit, wenn der Fondsmanager seine Freiheiten zum Nachteil ausnutzt. Der komplette Ausfall eines Fonds steht aufgrund des sehr sicheren rechtlichen Rahmens nicht zu befürchten. Entscheidend ist eher, ob der Fondsmanager sein Handwerk versteht.

*Nun richten sich vermögensverwaltende Fonds gerade an langfristig orientierte Anleger, die aufgrund der längeren Haltdauer Schwankungen auch viel besser aushalten können. Sollten diese Anleger ihren Aktienanteil nicht jetzt gerade so hoch wie möglich wählen?*

**Rieth:** Das ist eine gute Frage. Der Eignungstest kommt immer dann, wenn die Märkte schwierig werden, dann trennt sich die Spreu vom Weizen, dann ist die Risikotragfähigkeit bei vielen Anlegern nicht mehr gegeben. Und wenn Sie mit zu hoher Aktienquote unterwegs sind, ist Flucht oft die einzige Reaktion der Anleger. Das heißt, man verkauft dann das Vehikel, in das man investiert ist. Das gilt es zu vermeiden. Deshalb ist sehr genau die Risikotragfähigkeit jedes Kunden abzuschätzen

und sehr eingehend zu diskutieren, um ihn möglichst langfristig an Bord zu behalten. Denn der größte Fehler, den Anleger machen, ist, in der Krise zu verkaufen, aus dem Markt auszusteigen und dann in ein defensiveres Produkt zu wechseln.

**von Hardenberg:** Am Anfang meines Berufslebens im Fondsvertrieb beim Gerling-Konzern wurde uns für die Aktienquote die Faustregel „100 minus Lebensalter“ eingeschärft. Als grobe Orientierung neben dem Blick auf das Gesamtvermögen und die persönliche Risikoeinstellung passt das. Wenn mich mein achtzigjähriger Vater, fragt, in welchen VV-Fonds er sein liquides Vermögen anlegen soll, sieht die Antwort sicher anders aus, als wenn ich einen Fondssparplan für meinen Sohn abschließe, der ein Jahr alt ist. Erfreulich ist, dass mittlerweile für alle Anlegergruppen passende VV-Fonds entwickelt wurden. Dynamische Mischfonds fahren in aller Regel höhere Aktienquoten als ausgewogene oder defensive Varianten.

**Herbert:** Oftmals kommt es anders als man denkt. Und das gilt auch für all unsere Kunden. Ich kann noch so hehre langfristige Sparziele haben, aber ich kann immer wieder schnell in Situationen kommen, in denen ich Liquidität brauche, aus welchen tragischen oder unerwarteten Gründen auch immer. Und dann ist es wichtig, dass der Kunde nicht alle Eier in einen Korb gelegt hat, sondern dass er über ein ausba-

lanciertes Portfolio verfügt. Und wenn das Sparkapital begrenzt ist und jemand sich nicht seinen eigenen Dachfonds bauen kann, dann ist immer zu berücksichtigen, dass eine hohe Aktienquote hohe Volatilität bedeutet.

**Grün:** Mit dieser Frage sind wir exakt beim Thema vermögensverwaltende Fonds und der Frage, was genau er darstellt. Es gibt derzeit sehr viel Unsicherheit im Markt, alle reden davon, dass es runter geht. Das mag sein, aber sebst jetzt kann man eine überdurchschnittliche Aktienquote fahren. Wichtig ist dabei nur, dass man hochgradig flexibel bleibt und schnell reagieren kann. Und manchmal ist es auch notwendig, gegen seine innere Überzeugung zu handeln. *Die sehr liquide Zentralbankpolitik der letzten Jahre hat sowohl Aktien als auch Anleihen geschadet. Aktien sind jetzt schon sehr hoch bewertet und die Anleihenmärkte wurden durch die Kaufprogramme und die niedrigen Zinsen verzerrt. Wie können Fondsmanager darauf reagieren?*

**Grün:** Ich denke, man muss ganz genau beobachten, wie sich die Liquiditätsversorgung seitens der Zentralbanken entwickelt. Der Treibsatz an den Börsen und Immobilienmärkten der letzten zehn Jahre ist die enorme Zuführung von Liquidität seitens der Zentralbanken sowohl in Amerika als auch in Europa und in Japan. Deshalb führt der Vergleich der heutigen Bewertungen mit denen der Vergangenheit eigentlich in

die Irre. Das ist nicht mehr die gleiche Welt, in der wir uns bewegen. Jetzt erleben wir in den USA ein Zurückführen der Liquidität, in Japan und in Deutschland, in Europa ist genau das Gegenteil noch der Fall. In Europa haben wir 16 Billionen Euro Schulden. Steigende Zinsen werden sich europäische Finanzminister kaum leisten können. Deshalb wird es unvorhersehbarer, und deshalb muss man weiterhin extrem aufmerksam und extrem flexibel bleiben. Aber an der Aktie kommt man nicht vorbei.

**Daub:** Die Renditen bei festverzinslichen Wertpapieren sind aufgrund der expansiven Geldpolitik der Notenbanken auf historisch niedrigen Niveaus, und nach dem langjährigen Aufwärtstrend am Aktienmarkt sind die Bewertungen dort im historischen Vergleich sehr hoch. Das bedeutet, dass der Gegenwind aus den beiden wichtigsten Assetklassen Renten und Aktien in Zukunft größer wird. Wir haben Ende letzten Jahres den Investmentprozess unserer vermögensverwaltenden Multi-Asset-Fonds modifiziert, um das Management der Fonds auf das zunehmend schwieriger werdende Marktumfeld auszurichten. Der Schlüssel für die Weiterentwicklung unseres Management-Ansatzes liegt in den neueren wissenschaftlichen Erkenntnissen über die hinter den Assetklassen liegenden Risikofaktoren. Das Verständnis dieser Risikofaktoren ermöglicht es uns, ein diversifiziertes Portfolio zu konstruieren, welches

eine deutlich verbesserte Risikosteuerung ermöglicht und ein verbessertes Chance-Risiko-Verhältnis aufweist.

**Roemheld:** Nach einer solchen Rallye für fast alle Anlageklassen fällt es schon etwas schwer, hier von einem „Schaden“ zu sprechen. Aber die Konsequenzen liegen jetzt natürlich in einer erheblich schwierigeren Ausgangslage. In diesem Umfeld sind Multi-Asset-Konzepte einer neuen Evolutionsstufe gefragt. Erstens geht es darum, mehr Anlageklassen als „nur“ Aktien und Anleihen miteinander zu kombinieren – also beispielsweise auch Rohstoffe oder alternative Anlagen einzusetzen. Zweitens bin ich überzeugt davon, dass das Risikomanagement bei Multi-Asset-Fonds noch stärker in den Fokus rücken wird. Die Volatilität steigt in diesem Jahr wieder an, was aber kein schlechtes Zeichen ist nach den sehr geringen Schwankungen der vergangenen Jahre. Anleger nehmen Risiken wieder verstärkt wahr. Das ist ein gesunder Prozess und bedeutet eine Rückkehr zur Normalität. Deshalb sind Fondskonzepte gefragt, die Schwankungen stärker kontrollieren. Damit wird vermieden, dass sich die Risikoklasse der Fonds durch erhöhte Volatilität ändert. Das führt zu mehr Verlässlichkeit für den Anleger und den Berater. Fondsmanager müssen heute aber auch noch taktischer vorgehen, da der „buy-and-hold“-Ansatz der vergangenen Jahre voraussichtlich weniger erfolgversprechend

ist. Hierzu gehört auch, über eine aktive Auswahl von Einzelwerten oder Strategien die Ungleichgewichte der Märkte wieder stärker auszunutzen, also die „guten“ von den „schlechten“ Papieren in einem volatileren Marktumfeld zu trennen.

**von Hardenberg:** In der angesprochenen komplexen Situation muss ein Fondsmanager agieren wie ein Profi-Surfer. Er muss sehen, welche Wellen sich entwickeln, welche er mitnimmt und welche er als zu gefährlich ansieht. Die Bewegung der Aktienmärkte aufgrund ständiger Interventionen der Notenbanken sollte ein guter Vermögensverwalter möglichst weitgehend antizipieren und ausnutzen. Dogmatik und Lehrbuchwissen hilft bei den momentanen Wetterbedingungen nur bedingt weiter. Ein exzellenter Fondsmanager surft die Welle und steigt erst aus, kurz bevor sie bricht. *Aber wie findet man diese Wellen, wenn, wie Sie sagen, der Vergleich mit der Vergangenheit gar nicht mehr möglich ist?*

**Herbert:** Im Nachhinein wissen Sie natürlich immer, dass die Welle gerade da war. Man muss einfach flexibel sein und die Strategien so aufsetzen, dass man schneller reagieren kann. Gerade bei der Verwaltung eines sehr großen Multi-Asset-Fonds geht es einfach nicht ohne Derivate. Ich kann einen Fonds mit sechs, sieben Milliarden Euro Volumen nicht mehr einfach durch das Kaufen und Verkaufen von Aktien und Anleihen managen. Das heißt, ich muss

FOTOS: DIRK BEICHERT, ANDREAS VARNHORN



meine Exposures stark über Derivate, über Futures, über Optionen, auch ETFs absichern. Ein klarer Allokationsansatz ist wichtig und ich muss mich in dessen Umsetzung auch von Einzeltiteln trennen können, wenn es darum geht, ein gewisses Ziel zu erreichen. Man muss auch aus einem Risiko rausgehen, selbst wenn man überzeugt ist, dass diese Aktie ein gutes Instrument ist. Das gilt im Übrigen für jede Assetklasse. Wir verfolgen grundsätzlich den Ansatz, dass wir die Finger davon lassen, sobald wir ein Risiko und sein Verhalten am Markt nicht mehr verstehen.

*Sollte man die Gründe für den Einsatz von Derivaten erklären?*

**Rieth:** Wir versuchen, gerade die Absicherungsstrategien sehr deutlich zu erklären. Wir gehen da proaktiv vor und zeigen unseren Kunden, wie erfolgreich der Einsatz von Derivaten in der Vergangenheit war und welche Wertverluste dadurch vermieden werden konnten. Das klappt natürlich nicht immer, aber uns ist es in der Vergangenheit gelungen, erstens große Rückschläge an den Börsen abzumildern und zweitens Verluste nach einer Krise rasch wieder aufzuholen.

**Grün:** Wir machen das auch, wir untersuchen ein Unternehmen und haben anschließend eine tiefe Überzeugung, wenn wir die Aktie dann kaufen. Sollten dann politische Ereignisse die Aktienkurse temporär nach unten drücken, sichern wir die Aktie ab, von der wir auch weiterhin zutiefst überzeugt sind und deren Zukunftsaussichten sich überhaupt nicht verschlechtern haben. Das passiert häufig über Futures, die vor allem sehr liquide sind.

**von Hardenberg:** Derivate bringen dem vermögensverwaltenden Portfolio oftmals einen Mehrwert im Sinne von Renditeoptimierung und Risikominimierung. Unsere Kunden setzen momentan verstärkt auf die Absicherung von Marktrisiken, besonders Zinsänderungs- und Währungsrisiken. Das läuft über Optionen, Futures, Forwards oder Swaps – zweifellos alles sehr erklärungsbedürftig für den Privatanleger und auch für viele Vermittler. Der gutgemeinte Ratschlag, „Kaufe nur, was du verstehst!“ kommt hier an seine Grenzen. Aber größere Portfolios, Sie haben es erwähnt, Herr Herbert, mit sechs, sieben Milliarden Euro kommen ohne diese Instrumente nicht aus. *Kommen wir von den Anlageklassen zu den Regionen. Wo sind Sie zurzeit investiert?*

**Roemheld:** Positiv gestimmt sind wir noch bei Aktien aus Kontinentaleuropa: Sie sollten weiterhin von niedrigen Bewertungen



Engagierte Diskussion im Frankfurter Cash.-Büro zur Zukunft der VV-Fonds und warum bei so manchem Produkt der Investmentprozess auf den Prüfstand muss.

und positiven Gewinnrevisionen gestützt sein. Bei US-Aktien sind wir kürzlich von einer untergewichteten zu einer neutralen Position übergegangen. Gemessen an den erwarteten Gewinnen erscheint das Kursniveau in den USA nun fair bewertet. Allerdings müssen sich die zum Teil sehr hohen Gewinnerwartungen erst bestätigen. Auch der höhere Ölpreis und die straffere Geldpolitik mahnen zur Vorsicht. Für aussichtsreich halten wir auch Japan – bei vielen Investoren ist der Markt noch nicht im Fokus. In Japan setzen sich die Reformbemühungen fort, während sich das fundamentale Bild weiter verbessert. Sollte die Weltkonjunktur robust bleiben, sehen wir hier sehr gute Chancen, von einer überdurchschnittlichen Wertentwicklung zu profitieren.

**Grün:** In Europa, Asien, natürlich auch in Amerika, an dem man nicht vorbeikommt. Auch wenn sich die politischen Verhältnisse, die Beziehungen zu Europa und zu Deutschland eingetrübt haben. Das Land ist nach wie vor wirtschaftlich viel zu wichtig, der Dollar ist zu dominierend, als das man es links liegen lassen könnte. Die

Unsicherheiten durch die US-Regierung sind jedoch sehr hoch. Deshalb sind wir überwiegend in Europa engagiert mit einer Asien- und Amerika-Beimischung.

**Herbert:** Unsere Schlussfolgerung aus den derzeitigen politischen und wirtschaftlichen Entwicklungen ist die, dass wir am stärksten gewichtet sind in den USA, danach China, ein klein wenig Europa und short in Japan. Der Hintergrund ist America first. Der US-Aktienmarkt hat positiv hierauf reagiert und die amerikanische Wirtschaft verfügt nicht zuletzt aufgrund der Steuerreform über einen sich selbst tragenden Aufschwung. Dieser ist zwar gefördert und bekommt ordentliche Injektionen durchs Weiße Haus, aber dadurch ist es ein sehr stark tragender Aufschwung. Wir erwarten, dass dieser für den Rest des Jahres im Prinzip anhält und stärker ist als anderswo. Dieselben Argumente gelten auch für China. Dort gibt es viele Möglichkeiten, eine kurzfristig desinflationäre Phase zu überbrücken. In Japan und in Europa sieht es dagegen anders aus. Dort sind die Mittel fast erschöpft und die Nachteile gegenüber den beiden anderen großen Wirt-

schaftsblöcken sind eklatant, weil man eben doch sehr demokratisch und sehr ethisch an die Themen herangeht, was nicht immer hilft. Und es kommt dazu, dass die Unsicherheit aus China, dem Mittleren Osten, Italien und den USA dazu führt, dass eine Expansion der Kapitalinvestitionen wie in den USA, in Europa, insbesondere in der Euro-Zone, und in Japan nicht passieren wird. Die Expansion der Kapitalinvestitionen wird aber gebraucht, um die Arbeitsproduktivität und Löhne in der Schlussphase des Zyklus zu erhöhen und dann diesen Zyklus seinen üblichen Weg gehen zu lassen. Das fehlt. Und das kommt auch so schnell nicht.

**Rieth:** Für unser Haus sind Anlageregionen eher sekundär, da wir uns den einzelnen Unternehmen widmen. Dabei konzentrieren wir uns auf strukturell wachsende Unternehmen aus den USA und Europa. Emerging Markets nutzen wir zur Beimischung. Auf der Anleienseite sind wir international unterwegs und schauen, wo es noch Ertrag gibt. Das ist aktuell eher bei Unternehmensanleihen der Fall, weniger bei Staatsanleihen.

**Daub:** Wir investieren weltweit in eine Vielzahl von Assetklassen, gehen aber kaum Währungsrisiken ein, d. h. wir sichern Währungsrisiken weitestgehend ab. Die Sicherungskosten sind jedoch momentan sehr hoch, sodass viele Investments in Fremdwährung auf währungsgesicherter Basis derzeit unattraktiv sind. Das gilt besonders für Anlagen in Fremdwährungsanleihen. Bei Renten liegt unser Schwerpunkt im Euroland. Bei Aktien sind wir global positioniert, und im Rohstoffbereich sind wir in unterschiedlichen Segmenten investiert.

*Letzte Frage: Wie wird sich das Segment der VV-Fonds in den kommenden zwölf Monaten entwickeln und was werden die Themen sein, über die wir im Mai 2019 diskutieren?*

**Grün:** Wir registrieren eine steigende Nachfrage nach unseren vermögensverwaltenden Fonds, weil wir immer aktiv allokatieren und einen Bottom-up- und Top-down-Ansatz verfolgen. Gleichgültig ob es sich um einen Aktienfonds oder einen Mischfonds handelt. Aufgrund der Probleme auf der Anleienseite wird es natürlich viel herausfordernder für uns, aber mit einem guten Research-Ansatz sehen wir weiterhin positiv in die Zukunft, was den vermögensverwaltenden Fonds angeht. Und es ist im Grunde genommen unsere DNA. Wir machen seit vierzig Jahren nichts anderes.

**Herbert:** Letzteres gilt auch für uns. Die Aktie ist dem Privatanleger zu riskant, das Sparbuch und auch die Bundesanleihe gibt nichts mehr her. Der ETF ist sowohl dem Berater als auch dem Kunden suspekt, und er mag es nicht. Das ist ein Thema für den institutionellen Bereich. Nur wenige Privatanleger nutzen diese. Insofern ist der Trend und die Nachfrage nach aktiv vermögensverwaltenden Lösungen immer noch ungebrochen.

**Rieth:** Ich kann mich meinen Vorrednern grundsätzlich nur anschließen. Allerdings hat sich die Volatilität an den Märkten seit Jahresbeginn stark erhöht, wodurch sich eine gewisse Zurückhaltung der Anleger ausgebreitet hat. Viel hängt jetzt davon ab, wie sich die Märkte entwickeln. Wenn sie wieder in ruhiges Fahrwasser gelangen sollten, dürften vermögensverwaltende Fonds weitere substanzielle Mittelzuflüsse verbuchen. Das sehen wir auch bei uns im Haus. Der Fonds, den ich seit über zehn Jahren betreue, hatte bis vor fünf Jahren noch 40, 50 Millionen Euro. Mittlerweile sind wir bei knapp 500 Millionen Euro. Es

lässt sich also feststellen, dass defensive Konzepte den Puls der Zeit treffen. Aber das jeweilig aktuelle Marktumfeld bleibt entscheidend.

**Daub:** Der Trend zu vermögensverwaltenden Multi-Assets-Fonds wird angesichts des schwieriger werdenden Kapitalmarktumfeldes verstärkt. Traditionelle Mischfonds (Aktien/Renten) verlieren an Attraktivität, während zum Beispiel moderne Risikofaktorenansätze immer mehr an Bedeutung gewinnen. Über welche Dinge wir in einem Jahr reden, ist schwer zu sagen. Bestimmt werden es fundamentale Themen sein, wie beispielsweise Notenbankpolitik und Konjunkturentwicklung. Aber es werden auch immer geopolitische Spannungen oder politische Risiken sein, die die Märkte bewegen.

**Roemheld:** Das Marktumfeld wird schwieriger, die Schwankungen nehmen wieder zu. Ich gehe deshalb davon aus, dass sich das Feld neu sortieren wird. Vermögensverwaltende Fonds, die in der Vergangenheit sehr aggressiv aufgestellt waren, könnten in den kommenden zwölf Monaten zu den Verlierern zählen. In diesem Szenario könnten Investmentkonzepte erfolgreich sein, die den Vermögenserhalt und das Risikomanagement in den Vordergrund stellen. Für mich steht außer Frage, dass es im Multi-Asset-Bereich zu einem Favoritenwechsel kommen wird.

**von Hardenberg:** Vermögensverwaltende Fonds sind ein absoluter Glücksfall für die Investmentbranche. Die phänomenalen Mittelzuflüsse der vergangenen Jahre belegen eindrucksvoll, dass wir endlich ein Konzept kreiert haben, mit dem es gelingt, Anleger aus den renditelosen Sparformen herauszuholen. Ihre gemischten Portfolios sowie die Fähigkeit, schnell auf Marktveränderungen reagieren zu können, machen vermögensverwaltende Fonds gerade im aktuellen Umfeld attraktiv. Deutsche Sparer wollen eine diversifizierte Rundumsorglos-Anlage, um nachts ruhig schlafen zu können. Deshalb sehen wir für VV-Fonds in den kommenden zwölf Monaten ein weiteres Wachstum, nicht zuletzt, weil immer wieder neue interessante Anbieter an den Markt kommen, die vermögensverwaltende Produkte lancieren. Zu unserem nächsten Gespräch im Mai 2019 werde ich den besten dieser Newcomer mitbringen, damit wir erfahren können, was er richtig gemacht hat!

Das Gespräch führten **Katharina Lamster** und **Frank O. Milewski**, beide Cash.