

„Alpha lässt sich auch mit ETF erzeugen“

Aktives Asset Management mit passiven Indexfonds und regelbasiertem Risikomanagement verfolgen Götz J. Kirchhoff und Thomas W. Uhlmann, die Anfang dieses Jahres mit Avana Invest angetreten sind.

Von aktiv gemanagten Fonds können Anleger Alpha erwarten, sofern der Asset Manager seinen Job gut macht. Passiv verwaltete Fonds wie ETF liefern hingegen nur Beta. In den Produkten von Avana Invest stecken nur ETF. Verzichten Sie damit von vornherein auf das vielbeschworene Alpha?

Götz J. Kirchhoff: Nein, keineswegs. Natürlich ist es auch unser Anspruch, für die Anleger Alpha zu erzeugen. Wir nutzen dabei die ETF als Beta-Risiko-Elemente. Unsere konzeptionellen Stellschrauben für das aktive Management sind die einzelnen Indexfonds. Damit unterscheiden wir uns klar von Portfolioverwaltern, die Einzeltitel einsetzen. Auf diese Weise reduzieren wir auf der Portfolioebene die operationalen und die Managementrisiken der Einzelaktien.

Wie gehen Sie dabei vor?

Götz J. Kirchhoff: Die Marktsegmente liefern per se kein Alpha. Es stammt aus der Segmentauswahl und aus unserem strikten Risikomanagement. Wir stellen die Branchenallokation aus den 18 Sektoren des Stoxx 600 zusammen und generieren so ergänzendes Alpha zum Index Stoxx 600. Wir kaufen also nicht nur schlechthin die einzelnen ETF für den Investoren, das könnte er auch selbst machen, sondern es findet eine Optimierung des Portfolios statt. Damit ergibt sich die Möglichkeit, über die Asset Allocation das Risiko zu steuern. Immerhin gehen 90 Prozent des Erfolgs einer Kapitalanlage auf die Asset Allocation zurück.

Nach welchen Kriterien wählen Sie die Sektoren aus?

Götz J. Kirchhoff: Dafür gibt es verschiedene Stellschrauben: Investitionsgrad, Markttechnik, fundamentale Daten, die Auswirkungen der einzelnen Sektoren auf den gesamten Markt sowie das Momentum des einzelnen Index. Wenn ein Index ein hohes Momentum besitzt, dann nehmen wir eine höhere Gewichtung des entsprechenden ETF vor.

Die Begrenzung von Risiken versprechen viele Asset Manager. Was können die Investoren von Avana erwarten?

Thomas W. Uhlmann: Unser System vermeidet in Abschwungphasen 50 bis 60 Prozent der auftretenden Verluste. Damit gibt es ein vermögenserhaltendes Element im Portfolio. Nach dem Verkauf eines Segmentes steht aber zwangsläufig die Frage, zu welchem Zeitpunkt wird erneut investiert? Erfahrungsgemäß fällt es vielen Anlegern zwar leicht, eine Stop-loss-Marke zu setzen, aber die Entscheidung, wann der richtige Augenblick für eine Rückkehr eintritt, bereitet vielen Probleme. Diese Entscheidung nehmen wir den Anlegern ab. Bei unserer Strategie gehen wir davon aus, dass wir von einer Aufwärtsbewegung etwa 80 Prozent nutzen können. Wir streben keine relative Orientierung an einer Benchmark an, sondern wir wollen jederzeit einen absoluten positiven Ertrag erwirtschaften.

Gerade das gelang Absolute-Return-Fonds in den zurückliegenden Monaten oft nicht, weil sie die Marktentwicklung falsch einschätzten. Auf welche Signale verlassen Sie sich?

Thomas W. Uhlmann: Wir stützen unsere Anlageentscheidungen auf ein selbstentwickeltes Trendfolgesystem, mit dem wir die Sektoren beobachten. Durch striktes Risikomanagement auf der Grundlage des regelbasierten Avana-Trendfolgesystems erhalten wir eindeutige und nachvollziehbare Entscheidungshilfen, die zu keinerlei emotionalen Handlungen verführen. Nur Märkte mit Kaufsignalen werden für den Investmentprozess berücksichtigt, bei Märkten mit Verkaufssignalen investieren wir in den risikolosen Geldmarkt.

Hätte es die Anleger vor den scharfen Verlusten im zurückliegenden und im laufenden Jahr einigermaßen bewahrt?

Thomas W. Uhlmann: Ja, denn sie wären nicht mehr investiert gewesen. So hat das System bereits im Sommer 2007 den Ausstieg aus dem Stoxx 600 Banks ausgelöst. Damit wären die Anleger von einem Sektor ferngehalten worden, der die schlimmsten Einbrüche erlebte.

Aber der Ausstieg aus dem Bankensektor allein hätte den Anleger noch nicht vor Verlusten bewahrt. Schließlich hat der Aktienmarkt in seiner ganzen Breite verloren.

Thomas W. Uhlmann: Die Signale aus unserem Trendfolgesystem haben eine weitgehende Investition in den Geldmarkt verlangt. Erweitert man das Anlageuniversum noch um die Möglichkeit, bei Verkaufssignalen in einen Short-ETF zu investieren, erhält man eine nochmals deutlich bessere Performance, ohne dabei das Risiko wesentlich zu erhöhen.



Das Alpha stammt aus der Auswahl der einzelnen Segmente und aus dem strikten Risikomanagement.

Götz J. Kirchhoff,
Avana Invest

Das sind im Augenblick alles noch Backtests, da Sie Ihre Portfolios zu diesem Zeitpunkt noch nicht am Markt hatten ...

Thomas W. Uhlmann: Aber es gibt Beispiele, die diese Aussagen bestätigen. Ein ähnliches Trendfolgesystem, wie wir es einsetzen, wird beim Artus Europa Core Satelliten HI Fonds verfolgt. 2008 konnte dieser Fonds seine Verluste auf 17 Prozent beschränken, während der Stoxx 600 mit minus 44 Prozent abschnitt. Das System zur Risikobegrenzung hat sich also deutlich besser geschlagen. Allerdings lassen sich bei Aktieninvestitionen Risiken nicht vollständig ausblenden. Aber wenn ein Inves-

tor 60 Prozent eines Abschwungs vermeiden kann und sich damit gleichzeitig die Chancen des Aktienmarktes offenhält, an den kommenden Anstiegen wieder mit höherem Kapital teilzunehmen, spricht das für ein aktives Risikomanagement.

Risikoprofile sind immer sehr individuell. Für einen institutionellen Investor können Sie ein maßgeschneidertes Portfolio auflegen, aber wie gehen Sie im Retail-Markt vor?

Götz J. Kirchhoff: Wir legen in einem ersten Schritt einen europäischen Aktiendachfonds auf, der auf den 18 Sektoren des Stoxx 600 basiert. Dazu kommt ein zweiter Fonds mit Euro-Renten. Der Anleger kann über das Mischungsverhältnis dieser beiden Fonds seine individuelle Risikoausprägung abbilden. Würden wir ein Balanced-Portfolio auflegen, liefen wir Gefahr, dass es nicht den Anforderungen aller Anleger entspricht. Innerhalb unserer beiden ETF-Dachfonds haben wir wiederum die Möglichkeit, den Investitionsgrad zwischen null und 100 zu steuern.

Der Fokus bleibt zunächst also europäisch. Oder ist bereits eine Erweiterung des Anlageuniversums vorgesehen?

Götz J. Kirchhoff: Wir starten mit den beiden Europa-Fonds. Allerdings lässt sich unser Instrumentarium leicht auf weitere Märkte übertragen. An einer Stelle muss man anfangen. Aus unseren Gesprächen mit institutionellen Investoren wissen wir, dass sie vor allem eine Verbesserung ihrer europäischen Anlagen wünschen.

Nach welchen Kriterien wählen Sie die ETF für die beiden Portfolios aus?

Götz J. Kirchhoff: Diese Frage zielt sicherlich vor allem auf die beiden großen Gruppen unter den ETF ab, die sich in vollständig replizierte oder swap-basierte Fonds unterteilen. Salopp gesagt steht man dabei vor der Entscheidung, ob man einen Diesel nimmt oder einen Benziner. Viel wichtiger sind unserer Auffassung nach die Ansprüche der Anleger, ihre

steuerliche Situation und ihre Anlageziele. Anhand dieser Kriterien sollte die Auswahl der einzelnen Produkte erfolgen. Auf der Emittentenseite muss man zudem berücksichtigen, wie die Liquidität der ETF dargestellt wird und welches Volumen die Fonds haben. Beim Market Making sind die Spreads zu beachten. Schließlich spielen die internen Kosten des ETF noch eine Rolle. Entscheidend sind aber vor allem die Einkaufskosten, die sich in den Spreads und den Transaktionskosten widerspiegeln.

Über der Frage „Swap oder nicht Swap“ ist in den zurückliegenden Monaten eine Art Glaubenskrieg unter den Emittenten ausgebrochen. Auf welche Seite schlagen Sie sich?

Götz J. Kirchhoff: Diese Auseinandersetzungen machen eigentlich keinen Sinn. Die Emittenten der Swaps sind in Deutschland alle systemrelevante Banken. Außerdem hat unter normalen Marktumständen, wie sie bis zum



Wir wollen jederzeit einen absoluten positiven Ertrag erwirtschaften.

Thomas W. Uhlmann,
Avana Invest

Sommer des vergangenen Jahres herrschten, das Emittentenrisiko bei Derivaten keinerlei Rolle gespielt. Die Swap-Produkte sind bei der Abbildung der ETF preiswerter, vor allem bei großen Indizes mit vielen Werten. Allerdings sollte man sich genau anschauen, ob Zusatzerträge, zum Beispiel aus Wertpapierleihen, den Produkten zufließen. Es besteht schließlich auch die Möglichkeit, dass diese Zusatzerträge sich nicht auf die Management Fee auswirken, weil der Emittent sie vereinnahmt.

Wenn es für ein Marktsegment mehrere Indizes gibt, für welchen entscheiden Sie sich?

Thomas W. Uhlmann: Das hängt von den Indizes ab. Nehmen wir den Dow Jones als Beispiel. Das ist ein Kursindex, dessen Bestandteile gleichgewichtet sind. Dieses Indexkonzept ist nicht besonders investorenfreundlich. Daher würden wir zum Beispiel für den amerikanischen Markt eher den S&P 500 wählen. Die Investoren wünschen ohnehin Indizes, die den Markt in seiner ganzen Breite erfassen und nicht von Schwergewichten dominiert werden. Für Euroland würden wir daher zum Beispiel den Eurostoxx anstelle des Eurostoxx 50 vorziehen.

ETF stoßen bei privaten Anlegern bislang noch auf eine mehr oder weniger große Zurückhaltung. Könnte sich ihre Verpackung in Strategien und Produkten, wie sie Avana Invest anbietet, als Eisbrecher erweisen und zu einer größeren Verbreitung führen?

Götz J. Kirchhoff: Ich kann eine große Zurückhaltung bei ETF seitens privater Investoren nicht sehen. Gerade Investoren, die sich intensiv mit der eigenen Kapitalanlage beschäftigen, erkennen über kurz oder lang die Vorteile von ETF und nutzen sie. Das Problem liegt eher darin, dass private Investoren mit ihren Anlageentscheidungen meist allein gelassen werden. Hier setzen wir an. Durch den Einsatz des Avana-Trendfolgesystems können private Investoren die Vorteile der ETF weiter nutzen und erhalten von uns eine Hilfestellung bezüglich des richtigen Zeitpunktes für den Ein- und Ausstieg aus den Märkten.

Das Interview führte Klaus Morgenstern

Der bankenunabhängige Asset- und Risikomanager Avana Invest hat seinen Fokus auf Exchange Traded Funds (ETF). Götz J. Kirchhoff und Thomas W. Uhlmann, beide ehemalige Vorstände der Barclays Global Investors Deutschland AG, wollen nach der Etablierung von ETF nun deren Anwendung forcieren. Zu den Kernkompetenzen des Unternehmens zählt die Strukturierung großer Vermögen über den Core-Satellite-Ansatz unter Nachsteuerrendite- und Risikoaspekten sowie nach Asset-Liability-Erfordernissen. Die Umsetzung erfolgt über Spezial- oder Publikumsfonds, Vermögensverwaltungs- oder Beratungsmandate.