

Roundtable

Aktives versus passives Asset Management



SPONSOREN



CREDIT SUISSE



TEILNEHMER

- 1 Andreas Voß** Leiter Core Aktienmanagement, Generali Investments
- 2 Thomas Merz** Head ETF Marketing & Distribution, Credit Suisse
- 3 Dr. Zeno Staub** Leiter Asset Management, Mitglied der Gruppenleitung, Vontobel AM
- 4 Hubertus Endres** Bereichsdirektor Handel/Treasury, Sparkasse Pforzheim/Calw
- 5 Dr. Wolfram Gerdes** Selbständiger Berater
- 6 Götz Kirchhoff** Gesellschafter-Geschäftsführer, Avana Invest
- 7 Maik Rodewald** Financial Times (Moderator)
- 8 Bernd Baur** Geschäftsführer, BB Consulting (Moderator)



Alle Fotos:
Norbert Bretschneider · CONCEPTDESIGN



dpn: Meine Herren, herzlich willkommen! Wir sprechen über aktives und passives Management. Herr Dr. Staub, Sie haben vor eineinhalb Jahren in einem Gespräch mit der FT-Publikation Schweizer Pensions- & Investmentnachrichten gesagt: „Auch ein passiver Allokationsentscheid ist letztendlich ein aktiver Allokationsentscheid.“ Was meinen Sie damit?

Staub: Wir sehen immer wieder institutionelle Kunden, die sich in einer Scheinsicherheit wiegen. Sie sagen: Wir treffen keine aktiven Entscheidungen, wir setzen nur passiv um. Sie sind der Meinung, dass sich aus einer Asset-Liability-Studie oder aus anderen Überlegungen heraus eine strategische Asset Allocation herleiten und dann auch über die Zeit fix halten lassen. Das ist eine der großen Schwierigkeiten in der Praxis: Das Bewusstsein zu entwickeln, dass dieses Vorgehen der aktivste Entscheid aller möglichen aktiven Entscheide ist. Viele Investoren sind sich dessen nicht oder nur ungenügend bewusst. Da gab es viele Missverständnisse in der Praxis.

„DAS BEDÜRFNIS NACH HEDGING BEFÖRDERT PORTFOLIOS, DIE SICH SEHR STARK AN BEKANNTEN INDIZES ORIENTIEREN.“

Wolfram Gerdes

dpn: Was halten Sie davon als institutioneller Anleger, Herr Voß?

Voß: Da kann ich nur zustimmen. Die Asset Allocation ist eine aktive Entscheidung. Wenn der Erwartungswert der Erträge doch nicht passt, dann sollte ich mich als Investor nicht passiv verhalten, sondern meine Asset Allocation aktiv verändern. Gleichwohl bleibt die

Frage der Umsetzung der Allokation, also die Entscheidung zwischen einem aktiven oder passiven Manager. Wir haben uns in den vergangenen Jahren dem Thema Japan genähert, fühlen uns aber nicht in der Lage, dort Stockpicking zu betreiben. Wenn man den japanischen Markt als Outperformer erwartet, kann man sich schon die Frage stellen: Muss ich mir da wirklich einen aktiven Manager suchen oder reicht nicht auch ein passives Investment? Nichtsdestotrotz betreiben wir die Dinge zweigeteilt: Auch in Europa managen wir etliche Teile relativ passiv mit einem guten Schuss aktiven Managements. Bei Aktienmärkten kann man ein passives Management noch relativ effizient darstellen. Bei Bonds hätte ich da so meine Zweifel, insbesondere weil das gar nicht unserem Naturell als Investor entspricht.

dpn: Lohnt sich bei Aktien aus Ihrer Sicht eher ein aktives oder eher ein passives Management?

Voß: Beides! Die taktische Veränderung der Asset Allocation über das Hoch- und Herunterfahren der Aktienquote bringt einen aktiven Manager durch die Mittelzu- und -abflüsse etwas durcheinander. Deshalb machen wir die Asset Allocation für oder gegen die Aktie eher passiv und versuchen dadurch, den aktiven Manager in Ruhe zu lassen. Damit haben wir sehr gute Erfahrungen gemacht.

dpn: Herr Gerdes, wie definieren Sie aktiv und passiv?

Gerdes: Passives Management ist für mich das Replizieren eines öffentlich verfügbaren Portfolios, das hinreichend liquide ist. Das kann ein Index sein. Das kann aber auch das Portfolio eines anderen Investors sein, das ich in Kenntnis vollständiger Informationen replizieren kann. Aktives Management ist alles, was übrig bleibt – insbesondere das Steuern eines proprietären Portfolios, in das ich eigene Entscheidungen einbringe, die mich von anderen Investoren unterscheiden. Ein großer institutioneller Investor wird sich nicht zwischen aktiv und passiv entscheiden, sondern eine Mischung fahren. Selbst wenn jemand sagt, meine Teilportfolios werden alle passiv gefahren, bleibt immer noch die Entscheidung: Wie viel Geld in welches Portfolio? Auf dem deutschen Markt ist es eindeutig, dass die aktiven Manager über die vergangenen zehn Jahre deutlich an Marktanteilen verloren haben. Das Marktsegment, das am schnellsten wächst, ist das passive Segment.

dpn: Warum gewinnen die passiven Manager so stark hinzu?

Gerdes: Versicherungen und viele andere institutionelle Investoren haben das Bedürfnis, ihr Risiko gegebenenfalls in ganz kurzer Zeit auf null zu verringern. Dieses Bedürfnis nach Hedging befördert Portfolios,

die sich sehr stark an bekannten Indizes orientieren. Das ist wahrscheinlich einer der wichtigsten Faktoren, warum passives Management so stark nach vorne gekommen ist. Ob das richtig oder falsch ist, ist allerdings eine andere Frage.

dpn: Was verstehen Sie unter aktiv und passiv, Herr Merz?

Merz: Beim aktiven Management hoffe ich, die Benchmark schlagen zu können, während ich beim passiven Management bewusst darauf verzichte. Wir sind als Haus davon überzeugt, dass beide Formen des Managements eine Daseinsberechtigung haben – für unterschiedliche Zwecke. Wir betreuen viele institutionelle Kunden, auch in Deutschland, wo wir ganz klar sehen: Es ist keine Versus-Geschichte. Sie machen beides. Ganz unterschiedlich in den Gewichtungen natürlich. Sie fahren einen Core-Anteil, der passiv umgesetzt wird – mit welchen Instrumenten auch immer. Vor allem bei institutionellen Kunden sehen wir, dass es nicht hauptsächlich ETFs sind oder dass diese nur kurzfristig zum Einsatz kommen. Längerfristig sind es eher Mandate-Lösungen oder institutionelle Indexfonds. Und die Investoren haben ganz klar auch einen aktiven Teil, den sie mit einem großen Tracking Error fahren, um dem Asset Manager wirklich den Raum zu lassen und nicht hineinzureden oder zu stören.

dpn: Herr Endres, wie sehen Sie aktiv und passiv?

Endres: Aktives Management versucht, Ineffizienzen im Markt auszunutzen. Passive Anleger glauben mehr oder weniger an Markteffizienz und kaufen einen Index. Das kann im Aktienmarkt längerfristig erfolgreich sein. Ich glaube aber nicht, dass dies am Rentenmarkt auf Dauer funktioniert. Ein aktiver Ansatz ist hier klar überlegen. Das wurde in der Krise offensicht-

„DAS WICHTIGSTE IST DIE ASSET ALLOCATION. BEI IHR MUSS AKTIVES MANAGEMENT ANSETZEN.“

Götz Kirchhoff

lich. Wer nach einer Rating-Herabstufung oder aufgrund anderer Mechanismen gezwungen war, Papiere trotz Käuferstreik unreflektiert zu verkaufen, hat erheblich Substanz vernichtet. Ein aktiver Anleger kann warten beziehungsweise sich vielleicht sogar Gedanken machen, ob das betroffene Papier nicht eher ein Kauf ist. Auf Gesamtportfolioebene erscheint eine passive Long-Only-Strategie zunehmend überholt. Allerdings ist zur taktischen Quotensteuerung innerhalb der einzelnen Anlageklasse ein ETF absolut brauchbar.



Seit 18 Jahren legt Andreas Voß Versicherungsgelder an. Dennoch hat der Leiter des Aktien- und Dachfondsmanagements der Generali Investments das Träumen nicht verlernt. Der 47-Jährige wünscht sich immer noch Anbieter, die ihren Kunden zuhören – und dann passende Lösungen anbieten. Auf seinem Wunschzettel für Weihnachten steht ein Manager, der bei Durationssteuerung der Rentenanlagen hilft. Ebenfalls gesucht: ein Asset Manager, der sich nicht hinter der Aussage „Ich bin immer zu 100 Prozent investiert“ versteckt, sondern die Aktienquote aktiv steuert.

dpn: Ihre Definition?

Kirchhoff: Unter einem aktiven Ansatz wird eine gezielte Abweichung von einer Benchmark verstanden – also mit einem Tracking Error von fünf oder sechs Prozent –, während beim passiven Management die gewünschte Allokation über einen Index erfolgt. Beide Strategien sind in der Regel zu 100 Prozent investiert. Ein passives Instrument läuft dem Markt hinterher mit allen Stärken und Schwächen. Das haben wir jetzt die vergangenen zehn Jahre gesehen. So richtig schön war das passive Investment in den vergangenen zehn Jahren nicht. Im aktiven Bereich versucht man die Titelselektion, tauscht zum Beispiel BMW gegen Daimler oder Coca-Cola gegen Pepsi-Cola. Man bewegt sich oft in der gleichen Sektorengruppe, die sich im Gesamtmarkt ähnlich entwickelt. Potenzial entsteht unserer Meinung nach aus solchen Täuschen nicht wirklich.

dpn: Ihre Alternative?

Kirchhoff: Das Wichtigste ist die Asset Allocation. Sie ist die Stellschraube für das Portfolio Management. Bei ihr muss aktives Management ansetzen. Dann kommt der zweite Punkt: Wie setze ich es um? Mit Einzeltiteln oder mit ETFs? Da bevorzugen wir ETFs und ETCs, weil sie inhärent eine höhere Diversifikation

haben. Und dann kommt die Frage der Steuerung des Investitionsgrades: 100 Prozent long oder 100 Prozent short oder long und Kasse. Richtig in die Kasse zu gehen, sehe ich bei aktiven Managern als deutlich unterentwickelt an. Da müsste das Thema Risikomanagement im aktiven Bereich anfangen.

dpn: Wenn schon das Stockpicking nur selten langfristig erfolgreich ist, was macht Sie dann so optimistisch, die Asset Allocation aktiv steuern zu können?

Staub: Ich möchte die Stockpicker in Schutz nehmen. Man kann nicht eine erfolgreiche Stockselection in engen regionalen Produkten mit engen Risikobudgets erwarten. Was es aber gibt, ist eine Bottom-up Stockselection, die relativ breite, am besten globale Indizes outperformen kann. Da ist ex ante die Wahrscheinlichkeit nicht kleiner als in einer Top-down Asset Allocation. Man muss sich nur das Konzept der Information Ratio anschauen. Sie haben dort mehr Variablen, mehr Chancen zum Zuge zu kommen.

dpn: Trotzdem stellt sich die Frage, wie Mehrwert durch die aktive Steuerung der Asset Allocation erzielt werden soll.

Kirchhoff: Für mich ist ein Schlüsselpunkt: Was sind meine Liabilities? Danach kann ich meine Assets aus-

richten. Wenn jemand Euro-Liabilities hat, könnte er eine ganz bewusste Entscheidung treffen: Ich gehe nicht nach Amerika. Warum soll ich mir ein zusätzliches Dollar-Risiko einkaufen, wenn ich eine Marktkorrelation von annähernd eins habe? Außerdem geht es um das Thema „Wert erhalten“. Was wir die vergangenen zehn Jahre gesehen haben, war etwas anderes: zweimal 60 Prozent minus im Stoxx 600 in einer Dekade.

Gerd: Mein Vorschlag ist, von Indizes wegzugehen und stattdessen den gesunden Menschenverstand einzusetzen und zu überlegen: Was zahle ich für eine Asset-Klasse? Die Deutsche Telekom bei 100 Euro oder Telekomunternehmen für KGVs von 200 – zu sagen, dass dies nach historischen Relationen zu teuer sei, ist meiner Meinung nach eine relativ sichere Wette. Das Problem ist, dass es nicht sicher ist, wann sich diese Wette materialisieren wird – und dass wir in einer Industrie sind, die langfristige Überzeugungen weitgehend auf dem Altar des monatlichen Performance Trackings opfert. Dieser Mechanismus macht es so schwer, die Asset Allocation zu entwickeln, nicht aber die Erkenntnis: Überbewertete Asset-Klassen sind unattraktiv.

dpn: Wo sehen Sie heute eine Überbewertung?

Gerd: Wenn ich mir Staatsanleihen anschau, stelle ich fest, dass die öffentliche Verschuldung so hoch und die Bonität so schlecht ist wie noch nie, die Zinsen aber so niedrig sind wie noch nie in der Nachkriegszeit. Das ist meiner Meinung nach eine Fehlbewertung.

dpn: Gewinnt aktives Management wieder an Gewicht?

Staub: Ja, ich bemerke schon eine Rückgewinnung der Akzeptanz für aktive Entscheidungen im Asset Management. Auf der Aktienseite geht der Konsens für die nächsten Jahre von tieferen Erwartungswerten bei der Rendite aus. Der Beitrag des Betas würde damit niedriger ausfallen. Von daher kehrt die Hoffnung auf die Titelsektion zurück. Und auch die Situation auf der Rentenseite in den Portfolios bringt ein starkes Bedürfnis nach mehr Aktivität mit sich. Dafür spricht schon der gesunde Menschenverstand. Wer heute ein globales Bond-Portfolio passiv repliziert, erhält zu einem All-Time-Low bei den Risikoprämien 60 Prozent

„AUCH DIE SITUATION AUF DER RENTENSEITE IN DEN PORTFOLIOS BRINGT EIN STARKES BEDÜRFNIS NACH MEHR AKTIVITÄT MIT SICH.“

Zeno Staub



Den promovierten Mathematiker kann Dr. Wolfram Gerd auch nach 15 Jahren im Anlagegeschäft nicht ganz verbergen – sei es bei seiner Definition von aktivem und passivem Management, sei es bei der Art und Weise, wie er scheinaktive Manager mit statistischen Verfahren enttarnt. Der 49-jährige selbständige Berater war bis Ende 2009 Vorstand bei der Württembergischen Versicherung und der Württembergischen Leben. Er plädiert dafür, von den Indizes wegzugehen, stärker den gesunden Menschenverstand zu nutzen und zu hoch bewertete Assets zu meiden.

Japan, USA und Großbritannien als Schuldner mit einer durchschnittlichen Duration von fünf bis sechs Jahren. Da braucht es extrem viel akademische Arroganz, um zu sagen: Das ist das Bestmögliche, was wir tun können.

Endres: Das Jahrzehnt passiven Investierens geht zu Ende. Es wird zunehmend wichtiger, aktiv zu entscheiden. Im Banken-Treasury ist das übrigens schon länger der Fall. Passivität auf der Allokationsebene war noch nie dauerhaft durchhaltbar. Veränderte Rahmenbedingungen oder ein neuer Geschäftsleiter erfordern regelmäßig eine neue Philosophie. Jedes Jahr macht man sich Gedanken, wie Risikokapital verteilt wird zwischen dem Kreditbereich, anderen Risikobereichen und dem Depot A. Ich kenne den einen oder anderen Vorstand, der auch im Mandatsgeschäft einen Index als Vergleichsmaßstab beziehungsweise eine Long-Only-Strategie nicht mehr akzeptiert. Man fordert ein, in jedem Bereich aktiv Mehrwert zu schaffen.

dpn: Wo könnte dieser Mehrwert herkommen?

Endres: Wir haben unseren Schwerpunkt naturgemäß sehr stark im Rentenbereich. Das Management der Zinsstrukturkurve, die Analyse von Asset Swap Spreads und so weiter bietet deutlich mehr Chancen als die schlichte Marktkapitalisierungsstrategie eines Index – diese kauft den Emittenten am stärksten, der die meisten Schulden gemacht hat. Bei Unternehmensanleihen gibt es nach unserem Verständnis immer nur aktive Ansätze. Hier ist eine sehr gute Kreditanalyse entscheidend für den Erfolg.

dpn: Herr Kirchhoff, wird aus Ihrer Sicht aktives Management wieder an Gewicht gewinnen?

Kirchhoff: Aus meiner Sicht ist Risikomanagement das Thema der Zukunft. Das ist das, wo wir die Kunden begleiten müssen. Dafür bekommen wir den Auftrag und das erwarten die Investoren von uns. Das Bedürfnis nach Hedging kommt immer mehr auf. Den Dax kaufen können die Kunden selber. Den Dax bei 3.600 Punkten kaufen dagegen nicht, denn ihnen fehlt das notwendige Risikomanagementsystem.

Gerd: Heute verstehen viele Investoren unter Risikoreduzierung ein enges Anleihen an den Index. Das halte ich für einen Fehler. Der Risikobegriff der Branche hat sich von dem Risikobegriff der Kunden und dem Risikobegriff des Mannes auf der Straße abgekoppelt. Ich möchte das gerne an einem Beispiel verdeutlichen. 2008 ist eine der kuriossten Dinge in meiner Investment-Laufbahn passiert: VW stieg fast über Nacht auf mehr als 1.000 Euro. Ich habe noch keinen Investor getroffen, der diese 1.000 Euro angemessen

fand. Aber ich habe ganz wenige Investoren gesehen, die VW an diesem Tag verkauft haben. Ich selbst habe an dem Tag meine gesamte VW-Position nur unter Widerstand veräußern können. Warum gab es diesen Widerstand? Weil VW zehn Prozent Gewicht im Dax hatte. „Was ist, wenn VW auf 2.000 Euro steigt?“, lautete der Einwand. Das zeigt: Wer den Index trackt, trackt auch die Gier. Der Index bildet die Gier ab. Indizes sind signifikant falsch konstruiert.

dpn: Herr Merz, was sagen Sie dazu?

Merz: Das verschlägt mir schon ein bisschen den Atem. Ich sehe das anders. Man kann die Schuld nicht den Indizes zuschieben. Eine Benchmark ist ein Konstrukt, das nach gewissen Regeln festgeschrieben ist. Es ist transparent festgelegt, wie es gerechnet wird. Ob es sinnvoll ist, da eine Buy-and-Hold-Strategie zu fahren, bin ich dann wieder bei Ihnen und sage: Die Entscheidung liegt auf dem Markt- oder Sektor-Level. Da kann ich ja sogar noch short gehen. Doch die Schuld dem Index oder der Benchmark zuzuschreiben, das kann ich nicht nachvollziehen. Hier sehe ich eher, dass wir in dieser Dekade den Glauben hatten: „Buy-and-Hold“ und dann die Augen zu, das sei eine gute Strategie. Da sind wir alle einig an diesem Tisch, das muss man revidieren und das hat man jetzt revidiert. Investoren schauen genauer hin, analysieren die Situation und kommen dann zu einer aktiven Entscheidung. Und den muss man regelmäßig überprüfen und gegebenenfalls anpassen.

Gerd: Ich muss mir als Investor auf jeden Fall die Frage stellen, wie der Index funktioniert und wie er sich zusammensetzt. Dieses Gefühl „Wenn ich Indizes kaufe, bin ich risikolos“ ist eine vollkommene Irrmeinung und hat sich viel zu tief festgesetzt.

Merz: Dem kann ich nur beipflichten. Wenn wir zu einem Kunden gehen, sprechen wir darüber, welchen Markt er mit dem Index kauft und in welches Risikoprofil er investiert. Er muss verstehen, worin er investiert. Aber ich gebe Ihnen recht: Das wird meist zu wenig diskutiert.

dpn: Kommt dabei dann auch die Alternative des aktiven Managements zur Sprache?

Merz: Wir sagen sicher nicht: Es gibt nur passiv, und passive Bausteine sind der Gral. Die Kardinalfrage ist aber: Bleibt ein aktiver Manager künftig bei dem, was er bisher gemacht hat? Bei einem passiven Instrument haben Sie zumindest die Sicherheit, dass dieses das macht, was der Index macht.

dpn: Kommen wir zur Anbieterswahl. Wie entlarven Sie einen schlechten aktiven Asset Manager, Herr Gerd?

Gerd: Ein aktiver Manager muss zunächst unter Beweis stellen, dass er tatsächlich aktiv managt. Wer ein bisschen statistisch gewandt ist, kann 80 Prozent der vermeintlich aktiven Manager als beinahe passive Manager entlarven. Mit den verbleibenden 20 Prozent steige ich dann in die Qualitätsdiskussion ein. Um ak-

„AUF GESAMTPORTFOLIOEBENE ERSCHEINT EINE PASSIVE LONG-ONLY-STRATEGIE ZUNEHMEND ÜBERHOLT.“

Hubertus Endres

tiven Handlungsspielraum zu haben, muss der Manager einen proprietären Ansatz haben, der plausibel ist, und diesen auch konsistent einhalten. Er muss mir nicht jeden einzelnen Trade erklären, aber immer wieder sporadisch zeigen, dass er sich innerhalb seiner Philosophie treu bleibt – und darüber reflektiert und in angemessenen Zeiträumen Fehler gewichtet und anpasst.

dpn: Herr Dr. Staub, würden Sie zu den 20 Prozent gehören?

Staub: Wir haben absolut den Anspruch, zu diesen 20 Prozent zu gehören. Das größte Problem der Branche ist dieser unsägliche Middleground. Die Anreizstruktur der Asset Manager tendiert dazu, nicht allzu weit vom Index wegzugehen. Das geringste Business-Risiko hat man, wenn man die Wahrscheinlichkeit von Underperformance minimiert. Das ist eine der größten Gefahren in unserer Branche. Um das Investorenversprechen einzuhalten, müssen wir als Haus, das nur aktives Management macht, bewusst größere Business-Risiken fahren – nämlich Ertragsschwankungen durch die volatile Entwicklung der Outperformance. Da müssen Sie tagtäglich an Ihrer Governance, an Ihrer Investment-Kultur und an der Führung der Leute arbeiten, damit Sie dieses Commitment hinkriegen und diesen Willen, das Business-Risiko zu tragen und sich diesem auszusetzen.

dpn: Herr Merz, was zeichnet Ihrer Meinung nach einen guten passiven Manager aus?

Merz: Dass er eine Punktlandung macht. Wenn ich da aus Deutschland lese: Super, wir haben sogar outperformed, bezogen auf den Euro Stoxx 50, dann ist das für mich – Entschuldigung! – Bullshit. Ein guter Manager macht eine Punktlandung nicht nur Performance-mäßig, sondern auch bei der Volatilität, der Skewness und der Kurtosis. Der passive Manager muss verlässlich sein.

dpn: Herr Kirchhoff, mit welchen drei Fragen entlarven Sie einen schlechten aktiven Manager?

Kirchhoff: Wie wird der Investment-Prozess gesteuert: durch Einzelentscheidungen oder im Team? Wie hat sich das



Die Möglichkeiten des Stockpickings werden nach Ansicht von Dr. Zeno Staub unterschätzt. Der Leiter des Asset Managements der Schweizer Privatbank Vontobel macht enge Anlageuniversen und knappe Risikobudgets für die niedrige Erfolgsquote der Stockpicker verantwortlich. Eine globale Bottom-up-Stockselection mit genügend Spielraum für den Manager biete dagegen ex ante nicht weniger Chancen auf eine Outperformance als etwa eine Top-down Asset Allocation, meint der 40-Jährige promovierte Volkswirt, der auch Mitglied der Vontobel-Gruppenleitung ist.



Als Vorstand des deutschen ETF-Pioniers Indexchange half Götz Kirchhoff dabei, die passiven Anlageinstrumente hierzulande zu etablieren. Auch als Gesellschafter-Geschäftsführer der Avana Invest setzt der 56-Jährige auf die börsennotierten Indexfonds – nun allerdings im Rahmen einer Gesamtlösung mit integriertem Risikomanagement. Ein Trendfolgesystem soll verhindern, dass Investoren mit passiven Aktien-Investments erneut Verluste von mehr als 50 Prozent erleiden, wie es im vergangenen Jahrzehnt gleich zweimal der Fall war.

Risikomanagement in kritischen Phasen der vergangenen zehn Jahre bewährt? Wie regelgebunden ist der Steuerungsmechanismus zur Begrenzung des Risikos? Das ist die aktive Seite. Wir analysieren auch die passiven Produkte hinsichtlich ihrer Qualität in der Indexnachbildung.

dpn: Und wie entlarven Sie einen schlechten passiven Manager?

Kirchhoff: Da setzt man den Index als Nulllinie und schaut sich an: Ist der Index nach Kosten repliziert? Sind nur Kosten drin und keine zusätzlichen Erträge aus Dividenden oder aus Wertpapierleihe? Wie schlagen sich Transaktionskosten nieder? Welcher Indexnachbilder läuft gut? Im vergangenen Jahr haben wir einen ETF gesehen, der vom Index über 80 Basispunkte nach unten abwich, weil er im steigenden Markt Cash hielt.

dpn: Herr Endres, Ihr Vorgehen?

Endres: Man muss prüfen, auf was man sich einlässt. Das beginnt bei der Vorauswahl der Anbieter. Man schaut sich die Philosophie an, die Kultur und ob sie gelebt wird. Man braucht ein Gefühl, ob eigene Ideen entwickelt werden können und was einen an Ideen, Hypothesen und Risikomanagement erwartet. Zum Schluss schaut Du noch drauf, ob das Portfolio effektiv konstruiert wird. Das

sind alles notwendige Voraussetzungen. Ob auch hinreichend, weiß man danach.

dpn: Werden in den nächsten zehn Jahren die Erfolgsfaktoren für aktive Asset Manager andere sein als in den vergangenen zehn? Und wie lassen Sie das jetzt schon in Ihre Entscheidungen einfließen?

Endres: Ich glaube nicht, dass sich viel ändert. Wenn jemand gute Ideen hat, dann war das in der Vergangenheit erfolgreich und wird es auch in Zukunft sein. Ich kann mir nicht vorstellen, dass sich das Umfeld strukturell so verändert, dass für einen aktiven Anbieter völlig neue Erfolgsfaktoren zu Tage treten. Vermutlich wird die Wahrnehmung ein bisschen anders sein. Was früher verbreitet als aktiv durchging, beispielsweise alles größer Tracking Error 1,1 Prozent, entspricht künftig nicht mehr unbedingt der Vorstellung von aktivem Management. Der Aktive muss aber deutlicher machen, wie er

„ICH WÜRD MICH GERNE ASSET MANAGER ANSCHAUEN, DIE FÜR MICH EINEN TEIL DER AKTIVEN ALLOKATION ÜBERNEHMEN.“

Andreas Voß

Fehleinschätzungen begegnet, also mit Risiko umgeht.

dpn: Wie sehen Sie das Herr Voß, quasi als Einkäufer?

Voß: Ich würde mir gerne Asset Manager anschauen, die für mich einen Teil der aktiven Asset Allocation übernehmen, zum Beispiel über einen Mischfonds. Ich habe nur Zweifel, ob wir das so schnell hinkriegen, da sich die Branche in Deutschland in der Vergangenheit gerne hinter der Zinskurve oder der Aktien-Benchmark versteckt hat.

Kirchhoff: Würden Sie in Ihrem Versicherungsportfolio einen Mischfonds kaufen?

Voß: Ja, für kleinere Gesellschaften.

Kirchhoff: Wer sind kleinere?

Voß: Wir haben ein Portfolio von Versicherungen, wir haben große Versicherungen im Bestand und wir haben kleinere. Und bei kleineren ist das zumindest eine Diskussion wert. Ich sage: Lass uns das doch mal probieren, ob es nicht auch ein anderer kann.

dpn: Wie groß ist die kleine Versicherung?

Voß: Da sind wir dann schon unter 50 Millionen Euro Aktienanlagevolumen.

dpn: Warum haben Sie bisher noch keinen Manager für ein solches flexibles Mandat gefunden?



Voß: Als Asset Manager habe ich zwei Stellschrauben: die Asset Allocation und den Investitionsgrad. Will ich 100 Prozent investiert sein: ja oder nein? Ich finde nicht viele Asset Manager draußen, die sich diese Frage stellen. Die kommen oft mit dem „Ich bin immer long-Only und zu 100 Prozent investiert“. Ich glaube, dass sie da viele Performance-Beiträge verpassen, indem sie sich dieser oberen Ebene der Asset Allocation berauben. Oder sie haben es verlernt in den vergangenen zwei Jahrzehnten.

dpn: Wie könnte eine Incentivierung aussehen für einen Asset Manager, wenn man von der Benchmark wegwill?

Voß: Wenn ich da über absolute Zahlen nachdenke, ist die Incentivierung ganz einfach: Unser Rechnungszins liegt bei ungefähr 3,5 Prozent im Jahr. Dann würde ich einem Asset Manager, der mir keine 3,5 Prozent bringt, keine Verwaltungsvergütung geben, weil meine Liabilities darauf gestrickt sind. Wobei man über die Mindesthöhe diskutieren kann. Aber irgendwo ist eine Nulllinie. Der Asset Manager liefert dann seine Leistung nicht. Für ein Auto, das morgens nicht anspringt, zahle ich auch nicht.

Kirchhoff: Ich bin da bei Ihnen, Herr Voß, wenn Sie sagen: Der Asset Manager, der seine Mindestverzinsung nicht liefert, bekommt kein Geld. Aber was ist, wenn der Markt in japanische Verhältnisse abrutscht und im Rentenbereich nur 1,40 Prozent liefert? Man müsste ein Regulativ finden, wo man die veränderten Marktverhältnisse bei so einer Betrachtung mit hineinnimmt.

Voß: Die Marktverhältnisse sind eine Ebene eher. Damit setzen wir uns als Versicherer ja schon auseinander. Wir haben jetzt fünf oder sechs Jahre Tiefzinspolitik, verglichen mit der Historie. Deshalb stellen wir uns bereits die Frage, wie viel Risikokapital wir noch haben, um uns ein Asset zu erlauben, das uns vielleicht weniger bringt.

dpn: Gehen wir die einzelnen Asset-Klassen durch: Aktien, Staatsanleihen, Unternehmensanleihen, Commodities und Emerging Markets. In welchen würden Sie in den nächsten Jahren eher aktives Management einsetzen und in welchen eher passives?

Endres: In jedem Bereich aktiv. An den Kapitalmärkten entstehen in Zeiten des Umbruchs Verwerfungen und Anomalien, die von einem aktiven Fondsmanagement genutzt werden können. Und ich sehe diese Situation in verschiedenen Ausprägungen in jeder dieser fünf Anlageklassen. Passive Ansätze wird man zur taktischen Steuerung der Allokation verwenden. Die Ineffizienzen und strukturellen Nachteile, die ich in den passiven beziehungsweise Marktkapitalisierungskonzepten sehe, werden

„BEI EINEM PASSIVEN INSTRUMENT HABEN SIE ZUMINDEST DIE SICHERHEIT, DASS ES DAS MACHT, WAS DER INDEX MACHT.“

Thomas Merz

sich hoffentlich nicht gerade dann auswirken, wenn ich Bestand halte.

Staub: Die Positionierung meines Hauses als aktiver Manager ist bekannt. Daher können Sie meine Entscheidung vermutlich erraten. Bei Aktien muss man den deutschen institutionellen Investoren ein Kränzchen binden: Sie sind bei der Wertsicherung viel weiter als viele andere Märkte. Das wird noch stärker werden. Außerdem wird globales Stockpicking stark kommen. Das Stockpicking wird in globale Produkte wandern und teilweise aus den regionalen hinaus. Die aktuellen Zinsen von Staatsanleihen sind sehr wahrscheinlich eine Fehlinformation des Marktes. Die Staatsanleihen sind nicht mehr alle risikolos. Es gibt daher jetzt nur noch Rentenportfolios, die Kreditrisiken beinhalten. Ein Rentenportfolio mit Kreditrisiken ohne aktives Management zu bewirtschaften, ist wie Kreditgeschäft ohne Kreditwürdigkeitsprüfung zu betreiben. Das ist wahrscheinlich nicht sehr sinnvoll. Bei Commodities sprechen die Roll Yields und die Gegenpartierisiken vieler Anlageinstrumente für ein aktives Management. Emerging Market sind ein klassisches Anwendungsgebiet des aktiven Managements: Sie sind aufgrund der Kosten und der Zugangsbeschränkungen in einzelne Märkte nur sehr schwierig regelbasiert darzustellen.

Voß: Bei Aktien erwarte ich eine zunehmende Bedeutung von aktiven Asset Managern. Staatsanleihen fallen für mich passiv ganz raus. Das machen wir selber in unserem Portfolio. Wenn man da einen aktiven sucht, dann jemanden, der die Duration richtig steuert – als Wunschzettel für Weihnachten, denn der ist schwierig zu finden. Unternehmensanleihen gehen passiv schon per Definition nicht. Ich muss mich um meine Kreditrisiken selbst kümmern. Zu Commodities finde ich keinen Dreh. Alle anderen Assets bringen laufende Erträge – mehr oder weniger. Bei Rohstoffen habe ich laufende Kosten. Wenn ich da ganz ehrlich bin, muss ich mir ein Lagerhaus kaufen und das Zeug einlagern. Aber das habe ich als Asset Manager nicht gelernt. Emerging Markets würde ich lieber einem Profi überlassen, der aktive Asset Allocation macht.

Gerd: Aktien aktiv unter der Voraussetzung, dass ein proprietärer Ansatz vorhanden ist, der glaubwürdig und durch Investment-Expertise gedeckt ist und der mein persönliches Vertrauen



Aktives und passives Management sind für Thomas Merz keine Gegensätze. Die meisten institutionellen Anleger kombinieren die beiden Ansätze miteinander, beobachtet der Head ETF Marketing & Distribution der Credit Suisse. Passive Investments – gleich ob es sich um ETFs, institutionelle Indexfonds oder Mandate-Lösungen handelt – sind aus seiner Sicht Bausteine, die der Investor sinnvoll zusammenfügen müsse. Dieser profitiere dabei von der hohen Zuverlässigkeit der Indexabbildung, müsse die Zusammenstellung seiner Assets aber regelmäßig überprüfen.

findet. 80 Prozent der Angebote fallen da raus. Staatsanleihen: Zunächst die Duration festlegen und Länder ausschließen, die nicht ins Risikoprofil passen. Den Rest passiv managen lassen. Unternehmensanleihen aktiv. Entscheidend ist, die Verlierer von morgen schon heute herauszufinden und in diese nicht zu investieren. Dann hat man sein Ziel erfüllt. Das ist aber schwierig. Zu Commodities kann ich nichts sagen, da verstehe ich nichts von. Emerging Markets sind zwar ein traditionelles Thema für aktives Management, weil die Märkte wenig effizient sind. Allerdings gibt es sehr gut gemanagte ETFs in diesem Bereich – ich bin selber Kunde und sehr zufrieden damit. Aber ich glaube, dass ein aktiver Länderansatz gute Chancen hat, zusätzliche Performance zu generieren.

Merz: Ich sehe „aktiv/passiv“ nicht als ein Entweder-oder, sondern als ein Sowohl-als-auch. Beispiel Emerging Markets: Da können Sie beide Ansätze fahren und passiv in die einzelnen Länder gehen. Bei den Commodities gibt es ebenfalls gute Gründe sowohl für aktiv als auch für passiv. Ein aktiver Manager wird kaum gegen einen physisch gedeckten Gold-ETF ankommen. Bei den Unternehmensanleihen gibt es nur wenige ETFs. Aber manche Investoren sagen: Ich will mir zumindest dieses Beta-Return kaufen und mache dann aktiv etwas darauf. Es gibt beide Ansätze und ich sehe da keine Präferenz. Grundsätzlich glaube ich, dass es künftig mehr passive Bausteine geben wird – sie werden aber Bausteine bleiben.

„ICH FÜHLE MICH BESTÄTIGT, DASS ANGEBOT UND NACHFRAGE IN DER BRANCHE NICHT WIRKLICH GUT ZUSAMMENKOMMEN.“

Wolfram Gerdes

Kirchhoff: Wir machen modernes aktives Management mit passiven Produkten und haben uns dabei für vier der fünf genannten Asset-Klassen entschieden. Wir nutzen keine Unternehmensanleihen, weil wir keine Kreditabteilung haben. Aktien und Staatsanleihen, die braucht man auf jeden Fall. Die Commodity-Indizes haben Stärken und Schwächen. Deshalb setzen wir ETCs auf die Rohstoffgruppen ein. Bei den Emerging Markets bin ich nicht davon überzeugt, dass dies Märkte sind, die man unbedingt aktiv machen muss. Ich würde sie auch nicht in einem großen Bundle als Emerging-Markets-Index kaufen, weil die Märkte in sich sehr heterogen sind, sondern aktive Entscheidungen für die einzelnen Länder treffen und diese dann passiv mit ETFs umsetzen. Wichtig ist immer ein striktes Risikomanagement. Wenn die Märkte kollabieren: Rausgehen oder auf die Short-Seite wechseln!

dpn: Was nehmen Sie von diesem Roundtable mit?



Passive Produkte setzt Hubertus Endres nur zur kürzerfristigen Steuerung ein. Ansonsten bevorzugt der Bereichsdirektor Handel/Treasury der Sparkasse Pforzheim Calw ein aktives Management. Besonders bei den Renten hält er diesen Ansatz für überlegen. Der 35-Jährige sieht aber auch bei den Aktien gute Chancen für aktive Manager, die in Zeiten des Umbruchs Verwerfungen und Anomalien ausnutzen könnten. Nach Ansicht des Diplom-Sparkassenbetriebswirtes sollten die aktiven Manager dabei weniger prognostizieren und mehr reagieren, um erfolgreich zu sein.

Staub: Für mich war das heute die definitive Bestätigung, wie wichtig Konzepte mit Wertsicherung auf Ebene der Asset Allocation für institutionelle Investoren in Deutschland sind.

Voß: Dass wir mit unseren Anforderungen an die Kapitalanlage nicht ganz alleine stehen. Ich fühle mich da nicht mehr so einsam auf der Welt. Das war schon gut. Vielleicht bekommen wir dann auch mal Anbieter, die uns als Kunden zuhören. Die Branche konzentriert sich zu sehr auf Subindizes. Wir brauchen aber die etwas breitere Geschichte. Außerdem habe ich ein paar Ideen mitgenommen. Einige theoretische Ansätze und Kennzahlen sind für mich als eher Praktiker in Frage gestellt worden.

Gerdes: Ich spüre eine gewisse Gemeinsamkeit in der Erkenntnis, dass der typische Kunde etwas anderes will und fragt, als die Branche in der Gesamtheit produziert. Und das Ringen darum, wie diese eklatante Lücke zu verengen ist. Da gehen die Meinungen auseinander. Ich fühle mich in meiner Überzeugung bestätigt, dass Angebot und Nachfrage in der Branche nicht wirklich gut zusammenkommen.

Merz: Ich habe heute bestätigt bekommen, wie wichtig es ist, zunächst über Definitionen zu sprechen – nicht abgehoben akademisch, sondern ganz konkret – und dabei zu klären, was man unter den verschiedenen Begriffen versteht.

So im Groben sind hier alle einer Meinung, denke ich. Der eine drückt es eben so aus und der andere etwas anders. Und genauso geht es mir auch beim Kunden. Zunächst ist es wichtig, ein gemeinsames Verständnis zu entwickeln. Daraus entsteht dann meist eine sehr gute Diskussion – und es gibt weniger Missverständnisse.

Kirchhoff: Für mich war interessant zu hören, dass es im Markt wohl dieses Bedürfnis nach Hedging gibt und dass es in den vergangenen Jahren viel zu wenig angeboten worden ist. Außerdem die Diskussion, welche verschiedenen Kennzahlen möglich sind. Jeder hat seine Lieblingskennzahl und sagt: Die ist es jetzt. Da stellt sich die Frage nach der Vergleichbarkeit.

Endres: Ich habe erlebt, dass durchaus kontrovers diskutiert wird über die Definition, was aktiv und passiv sein soll. Dass auch kontrovers diskutiert wird, an welcher Stelle Aktivität und Passivität notwendig sein werden. Die heutige Runde gab einen guten Fingerzeig, dass uns diese Fragen noch einige Zeit beschäftigen werden.

dpn: Vielen Dank für das engagierte Gespräch, meine Herren. Es war eine lebhaft und kenntnisreiche Diskussion.