



Michael Guttman zeigt im Zusammenspiel sein Können auf der Violine (hier mit dem Dnipropetrovsk-Orchester, Ukraine).

# Stets den richtigen Ton finden

**Alternative Finanzinstrumente** sind ein Nullsummenspiel. Allen glücklichen Gewinnern stehen in exakt demselben Ausmaß traurige Verlierer gegenüber. Beide Parteien unterscheidet nur ihre **Erwartung der künftigen Kurse**.

Virtuose Passagen sind nicht einem einzigen Orchester-Musiker vorbehalten. „Die erste Geige“ spielen nacheinander unterschiedlichste Instrumente. Zuschauer müssen nur geduldig auf den richtigen Einsatz warten. Leitmotiv, Melodie und Tempi wechseln von Zeit zu Zeit, selbst lange Pausen wie bei den Pauken tragen zum Konzertgenuss bei. Das Gleiche gilt, wenn es um gute Performance auf der Bühne der Finanzmärkte geht. Mit nur einem Anlage-Instrument ist es schwer, sich langfristig zu behaupten, denn die wenigen Top-Investoren sind im Vorfeld kaum zu orten. Erschwerend kommt hinzu, dass am Kapitalmarkt, seit die Notenbanken verliehenes Geld und Zinsen entkoppelt haben, große Dissonanzen herrschen.

**Liquiditätsflut und Nullzinspolitik** setzen die Mechanismen der Finanzwelt zwar nicht außer Kraft, bringen diese aber außer Rand und Band. Was sich normalerweise über Angebot und Nachfrage selbst regelt, bringen künstliche Kaufprogramme völlig durcheinander. Oder wer würde unter normalen Umständen Geld dafür bezahlen, dass ein anderer dieses freizügig ausgeben kann?

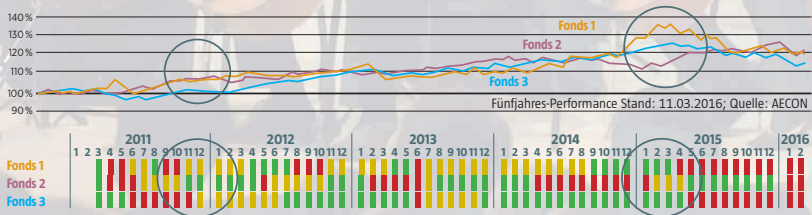
Weil zudem die Immobilienrenditen und die Risikoaufschläge für bonitätsschwache Schuldner schwinden, bleibt als einziges Performance-Schlupfloch nur der Einsatz unterstützender Derivate und der Aktienmarkt.

**Als zwangsläufige Folge** fließt das Kapital, das nicht konsumierbar ist, in die verfügbaren Vermögenswerte. Der Anlagendruck hat nicht nur die Kurse nach oben getrieben. Auch die Volatilität, also die Fallhöhe vom zwischenzeitlichen Hoch zum nachfolgenden Tief und umgekehrt, hat enorm zugenommen. Private wie institutionelle Anleger brauchen also ein starkes Nervenkostüm, um diese Schwankungen auszuhalten. Oder sie brauchen Investmentvehikel, die wie gute vermögensverwaltende Fonds von Anfang an diesen Schwankungen etwas entgegenzusetzen haben.

Risikoversorge kann man nicht nachrüsten. Sie steht am Anfang einer stringenten Strategie, um sich von unerwarteten Marktirritationen abzugrenzen. Der Massenmarkt hat sie nicht, denn so zuverlässig wie die Bewertungen steigen, wenn Käufer sich massiv mit einem Titel eindecken, fallen die Kurse, wenn zu viele Altaktionäre verkaufen wollen.



**Drei Fonds und ihre Mehrwertphasen** Das „wohlt temperierte“ Portfolio braucht viele Instrumente, deren Strategien in unterschiedlichen Marktsituationen ihre Stärken ausspielen. Das Mehrwertphasen-Modell von AECON zeigt die asynchronen Vorteile deutlicher als jeder Chart (siehe Grafik unten): Ist der Monat **grün** markiert, bringt der Fonds Geld ein, „**rot**“ zeigt Verluste an und „**gelb**“ Phasen, in denen frühere Verluste wieder aufgeholt werden (Die Mehrwertphasen aller vorgestellten Fonds finden Sie auf S. 25).




Man muss sich nur die Grundlagen der Kursentwicklung vor Augen halten, die häufig ausgeblendet werden: Börsen spiegeln stets nur die realisierten Transaktionen wider. Dazu muss es zwei Seiten geben, verkaufsbereite und kaufwillige Akteure. Diese Rollen übernehmen aber immer wieder andere Protagonisten. Jeder Gewinn oder Verlust entsteht erst durch einen erfolgten Handel.

**Das Chancen-Potenzial** ist durch den Handelszwang ebenfalls anders als statisch verteilte. Die „gute“ und die „schlechte“ Seite des Marktes wechselt laufend, was sich long/short-Strategien zunutze machen, über die sich viele vermögensverwaltende Fonds vom allgemeinen Markt abkoppeln können. Das Naturgesetz dahinter: Begehrte Titel verteuern sich durch die Nachfrage und verlieren ihren Charme, während Mauerblümchen-Investments zunehmend attraktiver werden. Aktive Investoren reagieren entsprechend, was die Indizes nur anzeigen, aber nicht herbeiführen.

Ebenso tragen Derivate nichts direkt zur Kursbildung und Wertentwicklung bei. Sie verteilen nur die Gewinne und Verluste aus realen Transaktionen um, wobei die Bankgebüh-

ren diese schmälern oder noch vergrößern. Selbst real replizierende ETFs, die postwendend alle Aktien des ihnen zugrunde liegenden Indexes kaufen und verkaufen, bewirken keine Spreizung von Gewinnen und Verlusten. Sie verstärken nur - wie Lautsprecher die Eingangssignale eines iPod - die von aktiven Investoren ausgelösten Marktbewegungen. Ihr Bass Booster, das enorme Volumen an Kapital in ETF-Produkten, kann aber die Märkte zum (Nach-)Beben bringen.

Falsche Erwartungen weckt auch die Digitalisierung, die neuerdings FinTech genannt wird. Sie wird die Märkte weniger bewegen als versprochen. Zum einen sind Marktdaten und Handelssysteme bereits weitgehend computerisiert, zum anderen sind Märkte im Umbruch nicht mit aus Vergangenheitswerten abgeleiteten Programmen beherrschbar. Kein System kann den Befehl „kaufe Versorgeraktien, doch keine, die künftig ihre Dividende kürzen könnten!“ ausführen.

Kurzum, das aktive Management von guten vermögensverwaltenden Fonds ist kein überflüssiger Kostenfaktor. Es kombiniert nach vorn gerichtete Marktsensibilität mit aus der Erfahrung abgeleitetem Risikobewusstsein und entsprechend verantwortungsbewussten Strategien. 

A portrait of Jürgen Dumschat, a middle-aged man with short grey hair, wearing black-rimmed glasses, a dark blue suit jacket, a white shirt, and a blue and white striped tie. He is resting his chin on his right hand, looking thoughtfully towards the camera.

## IM GESPRÄCH

**Jürgen Dumschat** erläutert, warum keine Strategie allein seelig macht und wieso ein Strategie-Mix von Beginn an den besten Risikoschutz für das Depot darstellt

# Wer geizt, zahlt drauf

**Der Markt ist immer in Bewegung**, daher wechseln sich Verlierer und Gewinner immer wieder ab. Erfolg verspricht vor allem **ein stringentes Risiko-Management im Vorfeld**

**€uro spezial** Bis vor Kurzem wurden aktiv gemanagte Fonds in den Medien häufig als Rohrkrepieler abqualifiziert, weil sie ihre Benchmark nicht toppen konnten. Jetzt werden sie plötzlich überschwänglich als Gewinner dargestellt. Irritiert Sie das?

**Jürgen Dumschat** Nein, denn mit Übertreibungen, egal in welche Richtung, kann man der Vielfalt der Produkte nicht

gerecht werden. Die Bandbreite reicht von exzellenten Strategien, die in jeder Marktphase vergleichsweise gute Ergebnisse zustandebringen, über Glücksritter, die teils hochriskant auf einen Trend gesetzt haben, der sie hochgespült hat, bis zu freudlosen Massenprodukten, die viel kosten, aber keine Mehr-Performance einspielen.



„Ein Index zeigt nur Bewegungen an, die aktive Anleger vorher verursacht haben.“



? Wie können sich Privatinvestoren in einer solchen Flut von so unterschiedlichen Produkten dann noch zurechtfinden?

**Dumschat** Von wenigen Ausnahmen abgesehen - also Menschen, die selbst die nötige Kompetenz haben -, indem sie sich nicht nur um Feinheiten und Produktunterschiede, sondern auch um einen anständigen Anlageberater kümmern. Mit dem an sich richtigen Ratschlag, man solle nur das kaufen, was man selber verstehen kann, kommt man nicht mehr weit. ? Warum sollte das plötzlich heute nicht mehr gelten?

**Dumschat** Die politische Überlagerung der Märkte durch die Niedrigzins-Stimulationen der globalen Notenbanken führt dazu, dass man mit traditionellen Instrumenten allein weder das Risiko im Zaum halten, noch zuverlässig Performance erzielen kann. Moderne vermögensverwaltende Fonds nutzen daher in der Regel flexibel zusätzliche Instrumente und entfernen sich bewusst von einer einengenden Benchmark.

? Warum waren dann genau daran ausgerichtete Vergleiche der Managementleistungen so lange en vogue?

**Dumschat** Weil es vergleichsweise bequem ist, einen Marktdurchschnitt oder den Mix mehrerer Marktsegmente heranzuziehen. Und weil früher viele klassische Mischfonds ihre Portfolios mehr oder minder intelligent aus diesen Bereichen bestückt haben. Man darf nicht vergessen, dass manch' erfolgreicher Manager damals seine Fundamentaldaten mühsam per Taschenrechner oder selbstgebasteltem PC-Programm zusammenstellen musste. Heute sorgen das Internet, sowie die enorme Rechenleistung der Computer zusammen mit der Sammelwut von Bloomberg dafür, dass jeder man zahlenbasiert arbeiten kann. Das mindert automatisch die Chance, eine Performance-Nische für den Fonds zu finden.

? Mit anderen Worten muss heute das aktive Management eines vermögensverwaltenden Fonds anders arbeiten als früher?

**Dumschat** Sagen wir es so, die Aufgabenstellung ist die Gleiche geblieben. Der Weg, vorhandenes Kapital zu erhalten und mit überschaubaren Risiken zu mehren, ist aber heute ein völlig anderer. So kann man ein Portfolio über den Kupon von bonitätsstarken Anleihen nicht mehr absichern.

? Spielen Sie darauf an, dass die früheren ausgleichenden Kursgewinne nur durch die fallenden Zinsen möglich waren?

**Dumschat** Ja, doch tiefer können die Zinsen kaum noch fallen. Wenn eine zehnjährige deutsche Staatsanleihe heute in der ganzen Laufzeit nur mehr 2,3 Prozent einbringt, kann sie - 50 zu 50 gewichtet - Kursverluste im Aktienanteil von 2,3 Prozent ausgleichen. Das kann nicht gutgehen, wenn man sich die stark gestiegenen Volatilitäten anschaut. Man muss also zwangsläufig anders vorgehen. Am besten nutzt man mehrere Strategieansätze in seinem Depot oder nutzt einen Fonds, der sie in einem Produkt sinnvoll bündelt.

? Wenn ein Fonds phasenweise unterschiedlich vorgeht, lässt er sich aber nicht mehr anhand einer Benchmark beurteilen?

**Dumschat** Meine Rede. Erschwerend kommt hinzu, dass auch der Vergleich von Strategiefonds oder deren durchschnittlicher Performance wenig zur Aufklärung beiträgt. Viele Negativ-Nachrichten über die Leistungen der Mischfonds - „schaffen es nicht, ihre Morningstar-Benchmark zu übertreffen“ - resultierten nur daher, dass dieser Bewerter bis heute die wenigen guten mit zahllosen mittelmäßigen oder sogar schlechten Managern in einen Topf wirft. Der Markt ist hier schlauer: Während das Morningstar-Urteil jedes Produkt gleich gewichtet, erhielten die gut performanten volumenstarken Fonds viel, viel mehr Zulauf.

? Aber muss der Anleger dann nicht teilweise oder ganz auf die Vergleichbarkeit der Fondskonzepte verzichten?

**Dumschat** Gegenfrage: Was hat die Orientierung an einer beliebigen Benchmark bisher gebracht? Eine ausgeklügelte und zugleich risikokontrollierte Strategie, die sich nicht im Mainstream treiben lässt, lässt sich doch nicht an genau diesem Durchschnitt messen. Im Extrem führte die stetige Orientierung an der Performance einer benachbarten Benchmark doch dazu, dass der Manager nicht viel anderes machen kann, als nah an diesem Index zu kleben.

? Was die Aufsichtsbehörde Bafin jetzt auf den Plan gebracht hat, da sie die Kosten für ein offensichtlich lahmes, aktives Management als Übervorteilung des Anlegers ansieht.



„Wer mit dem Strom schwimmt, wird mitgerissen, wenn die Märkte korrigieren.“

**Dumschat** ... was zum Teil berechtigt ist, andererseits das Risikomanagement außen vor lässt. Theoretisch ist denkbar, dass sich ein Manager stark am DAX orientiert, wenn dieser aber - wie soeben - abschneidet, seinen Fondsanlegern den Kursverfall (Drawdown) weitgehend erspart.

? Was entsprechend die Wertaufholungszeiten in der Mehrwertphasen-Betrachtung entsprechend verringern würde ...?

**Dumschat** ... genau. Der investierte Privatanleger hat von der Performance eines Fonds solange nichts, bis dieser seine früheren Verluste wettgemacht hat. Daher unterscheiden sich Neueinsteiger und Altinvestoren oft deutlich, was die Zufriedenheit mit „ihrem“ Fonds angeht. Wer einen klassischen Mischfonds im April 2015 zum Höchstkurs kaufte, wird ihn anders beurteilen als einer, der ihn schon lange im Depot hat oder jemand, der ihn durch die kürzlichen Kursverluste mit deutlichem Rabatt einkaufen konnte.

? Hilft Ihr Mehrwertphasen-Modell dem Privatanleger, sein Portfolio im Alleingang mit sich ergänzenden Fonds zu bestücken, oder braucht er trotzdem noch eine gute Beratung?

**Dumschat** Meine salomonische Antwort: Es erleichtert ihm die erste Orientierung und verringert falsche Erwartungen. Ein stabiles Finanzdepot entsteht aber nicht durch das Zusammenwürfeln von in der Momentaufnahme roten, gelben und grünen Bauklötzchen. Wie die individuellen Anlageziele und die verschiedenen Strategien zusammenpassen, kann ein sorgfältiger Berater besser beurteilen. Denn wie ein Performance-Chart hat auch die Mehrwertphasen-Darstellung einen blinden Fleck: Sie zeigt nicht, ob sich ein Fonds aufgrund einer konsistenten, reproduzierbaren Strategie so entwickelt hat. Das muss man wissen.

? Bietet AECON vor diesem Hintergrund zusammen mit der Augsburger Aktienbank und mylife zwei unterschiedliche Strategie-Zusammenstellungen auch praktisch tellerfertig an?

**Dumschat** Ja und nein. Ja, weil unsere jahrelange Expertise natürlich in diese Portfolios einfließt. Nein, weil wir kein Produkt von der Stange anbieten, sondern vornehmlich sorgfältigen Beratern die Betreuung erleichtern wollen.

Der enorme bürokratische Aufwand verhindert sonst, dass er auch weniger vermögenden Kunden den Strategie-Mix anbieten kann, der im aktuellen Markt unentbehrlich ist.

? Das heißt, diese Klientel müsste auf kostengünstige Exchange Traded Funds ausweichen und diese selbst streuen?

**Dumschat** Gott bewahre, nein. Das wäre so ziemlich das Dümteste, was diese Menschen tun könnten. ETFs können ein sinnvolles Instrument für professionelle Investoren sein. Für den unerfahrenen Privatanleger sind sie Gift, auch wenn Magazine wie „Finanztest“ das Gegenteil behaupten. Wer mit dem Strom schwimmt, wird von dem Strom mitgerissen, wenn die Märkte korrigieren.

? Dafür wird in guten Zeiten die Performance nicht durch Gebühren aufgeessen ...

**Dumschat** Das ist eine Milchmädchenrechnung und Schönwetterstrategie. Uneingedämmte Verluste kosten viel mehr Performance als die Gebühren, die in vermögensverwaltenden Fonds für die Risikobegrenzung und Performance-Optimierung anfallen. Um 50 Prozent Verlust wettzumachen, muss ein Fonds im Anschluss wieder um 100 Prozent zulegen. Jeder kann sich ausmalen, wie viele Fonds das bisher geschafft haben - und wie viele Anleger angesichts viel kleinerer Verluste die Notbremse gezogen haben. Die meisten steigen schon deutlich früher aus: Es ist ein Unterschied, sich 20 Prozent Drawdown vorzustellen oder im Depot 20 Prozent Kursverluste ausgewiesen zu bekommen.

? Warum werden ETF-Strategien dann so hochgelobt?

**Dumschat** Weil jeder das Kostenargument sofort versteht und keiner den dahinterstehenden Mechanismus durchschaut. Passives und aktives Management sind weniger unterschiedlich als alle glauben. Denn was bildet ein Index eigentlich ab? Nichts anderes als die bereits erfolgten Marktbewegungen, welche die aktiven Investoren durch ihre Käufe und Verkäufe in Gang gesetzt haben. Während diese davon aber jeweils zur Hälfte profitiert haben - es gibt stets nur so viele Gewinner wie Verlierer - folgen die ETF-Anleger nur dem großen Ganzen. rpl

