

tiAn Trends im AssetManagement

Ausgabe 03 / 2010

Das Magazin für den institutionellen Portfoliomanager

■ Titelthema

Quantitative Modelle

■ **HANDELN MIT SYSTEM**

Risiko runter, Rendite rauf

■ **ABSOLUTE RETURN**

Irrationalität und Liquidität im Blick

■ **MENSCHLICHE URTEILSKRAFT**

Emotionen durch Computer ersetzen

BRANCHENEXPERTEN IM GESPRÄCH



„Beim GAM Keynes Quant fällt der Computer alle Marktentscheidungen selbständig.“

S. Wadhvani, GAM



„Zweifelsohne sind die Schwellenmärkte mit einem höheren Risiko verbunden.“

J. Syme, Baring



„Der Schwerpunkt liegt darauf, Renditeschocks für Anleger zu vermeiden.“

C. Childs, F&C



„Ich sehe unsere Kernkompetenz ganz klar auf der systematischen Seite.“

R. Beer, Beer Management

Handeln mit System gibt weniger Risiko und hohe Rendite

Der LuxTopic-Aktien Europa schafft eine Outperformance in der Rendite - gepaart mit geringer Volatilität. Fondsmanager und Geschäftsführer Robert Beer verzichtet auf fundamentale Methoden und nutzt ein systematisches Modell, das auf Aktienselektion, kombiniert mit einer Optionsstrategie basiert. Welche Vorteile das hat, erläutert Beer im Analystengespräch mit Torsten Iben, Geschäftsführer der FWW GmbH.

Torsten Iben: Herr Beer, das Thema Risikomanagement bei Aktieninvestments ist jetzt erst Vielen bewusst geworden. Wieso haben Sie sich bereits vor zehn Jahren mit diesem Thema auseinandergesetzt?

ROBERT BEER: Betrachtet man den Euro Stoxx 50, so gibt es immer wieder in unregelmäßigen und nicht vorhersehbaren Abständen mehr oder weniger starke Kurseinbrüche. Dabei spielt es keine Rolle, ob die Gründe fundamentaler oder anderer Natur sind. Die meisten Investoren halten diese starken Bewegungen nicht aus und verkaufen häufig zur falschen Zeit.

Iben: Somit verpassen diese Anleger wohl auch einen Großteil der Rendite?

BEER: Das psychologische Fehlverhalten dieser Investoren ist verhinderbar, wenn es gelingt, die Kursrückgänge abzufedern. Zu dieser Erkenntnis sind wir bereits im Jahr 2000 gekommen, denn es gab bereits davor einige dieser Rückschläge. Das war der erste Grund für den Einsatz von Optionsstrategien zur Absicherung. Der zweite Grund war die Erkenntnis, aus langen Forschungsarbeiten und statistischen Untersuchungen, dass es mit einem systematischen Einsatz von Optionsstrategien möglich ist, nicht nur Rückschläge in Form von Drawdowns abzufedern und die Volatilität zu reduzieren. Man kann dadurch langfristig sogar die Gesamtrendite um deutlich mehr steigern, als jährlich einen Mehrertrag von drei bis vier Prozent zu erreichen. Denn diese Methode hat ebenfalls hohe Drawdowns und die Vola steigt an. Daher ist es für Anleger besser, Kursrückschläge abzufedern und beim nächsten Kursauf-



Torsten Iben, Geschäftsführer FWW (l), im Gespräch mit Fondsmanager Robert Beer.

schwung von einem höheren Niveau zu starten, als eine Outperformance von x Prozentpunkten p.a. mit großen Drawdown-Schmerzen in Kauf zu nehmen.

BEER: Sind Aktien nicht genauso gefährliche Instrumente? Bei Optionen ist es wichtig, eine saubere Strategie, langfristige Erfahrung und ein entsprechendes

„Ich sehe unsere Kernkompetenz ganz klar auf der systematischen Seite - sowohl bei Aktien, als auch bei Optionen.“

Iben: So, wie ich das verstehe, ist das Portfolio in zwei wesentliche Bestandteile aufgeteilt. Zum einen gibt es die Aktienkomponente - und zum zweiten das aktive Risikomanagement mit Optionsstrategien. Warum diese Zweiteilung?

BEER: Erst diese beiden Komponenten ergeben ein deutlich besseres Rendite-Risikoprofil der Aktienanlage, als bei Aktienbenchmarks.

Iben: Optionen gelten bei den meisten Anlegern als vergleichsweise gefährliche Instrumente. Wieso schreckt Sie das nicht ab?

Risikomanagement zu haben. Wenn eines davon nicht vorhanden ist, könnte das Ganze schiefgehen. Wir zum Beispiel handeln nur an der Eurex gehandelte Optionen. Diese haben die höchste Liquidität und kein Kontrahentenrisiko.

Iben: Warum haben Sie sich eigentlich konkret nur für den Euro Stoxx 50 entschieden?

BEER: Wie bereits bei den Optionen, heißt auch bei den Aktienpositionen einer der wichtigsten Gründe: Die Liquidität. Der Euro Stoxx 50 ist ein fundamental sehr guter und vor allem gut strukturierter Index. Die Unternehmen

sind Weltkonzerne und spielen bereits Themen wie den demografischen Wandel, die Emerging Markets, Infrastruktur oder die Urbanisierung. Das war die Grundlage für die Entscheidung, den Euro Stoxx 50 als Ausgangsbasis für den LuxTopic - Aktien Europa zu Grunde zu legen. Die Ertragskraft dieser 50 Unternehmen lieferte den Anlegern in den vergangenen 18 Jahren knapp neun Prozent Rendite p.a. Auf Unternehmens-ebene gibt es jedoch jedes Jahr große Unterschiede zwischen den besten und den schlechtesten Titeln im Index. Das war Anlass, ein mathematisches Modell zu entwickeln, um durch Titelselektion den Mehrwert zu erzielen.

Iben: Was berechnet Ihr Modell genau auf der Aktienseite?

BEER: Das Modell misst die Dynamik der 50 Werte im Index. Anhand dieser Ergebnisse entsteht eine „Rangliste“. Die 35 stärksten Werte werden ins Portfolio

aufgenommen und immer aktuell angepasst. Dieser Prozess wird fortlaufend durchgeführt und mit dem Portfolio abgeglichen. Mit dieser Methode lässt sich

„Mit dieser Methode lässt sich langfristig ein durchschnittlicher Mehrertrag von drei bis vier Prozent pro Jahr erzielen.“

langfristig - und historisch von uns belegt - ein durchschnittlicher Mehrertrag von drei bis vier Prozent pro Jahr erzielen.

Iben: Eine Outperformance von drei bis vier Prozent p.a. ist für die meisten Fondsmanger, gerade im Euro Stoxx 50, ein Traum. Seit wann schaffen Sie das?

BEER: Das Modell schafft es seit der Berechnung des Index. Im Fonds selbst ist es seit der Auflage enthalten. Jedoch sieht man das nicht, da wir nicht nur einen Mehrertrag in Form von Rendite

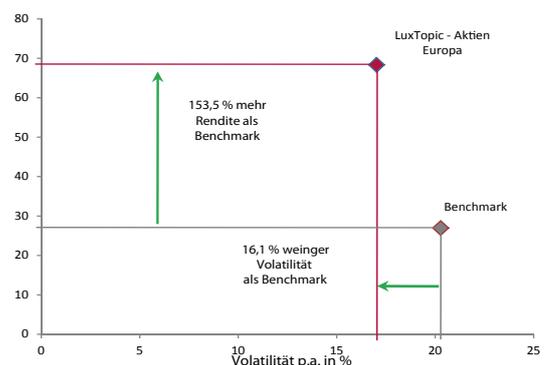
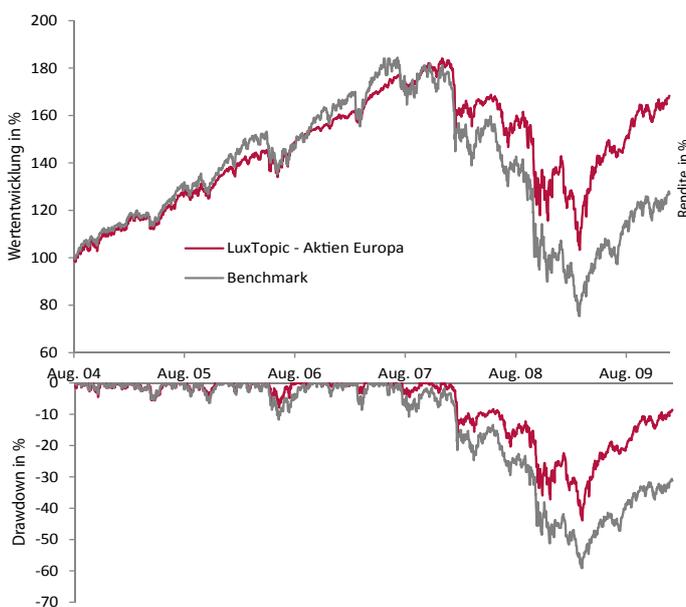
machen, sondern uns vielmehr auf die Risikoreduzierung konzentrieren. Der Mehrertrag gibt uns ein gewisses Budget, um vor allem die Risiken in Form von

Volatilität, aber auch das Drawdown zu optimieren.

Iben: Mit dieser Strategie werfen Sie alle Diskussionen über die Benchmark und Outperformance über den Haufen.

BEER: Ja. Die gängige Meinung ist, dass eine hohe Rendite nur mit hohen Risiken erkaufte werden kann. Folgerichtig argumentieren viele defensive Akteure: Wenn ich sicherheitsorientiert arbeite, also Absicherungen anwende, und das Risiko mindere, muss der Investor mit

Gesamten Börsenzyklus erfolgreich abgeschlossen: Deutlich höhere Rendite, niedrigere Volatilität und geringer Drawdown als der Euro Stoxx 50



Gesamter Börsenzyklus beginnend mit dem Tiefststand 11.08. 04 bis zum Abschluss der Korrektur 31.12.09 des EuroStoxx 50
Quelle: Fondsgesellschaft; FWW.



"Wann hat man Ihrer Ansicht nach als Fondsmanager genug gelernt?"

einer geringeren Rendite zufrieden sein. Es gibt auch eine Reihe von Ansätzen, die den Kursverlauf glätten, die Volatilität herausnehmen, aber im Endeffekt eine geringere Rendite aufweisen. Das Prinzip ist dann immer das Gleiche. Die Spitzen werden abgeschnitten, sowohl die Ein-

„Die Haupteckkenntnis war, dass man ein System haben muss, das erforscht und erprobt ist und erfolgversprechende Ergebnisse liefert. Dann muss man daraus einen langfristigen Plan machen, das bedeutet, man sollte nicht den Erfolg in einem Jahr anstreben.“

brüche nach unten, als auch die kräftigen Anstiege. Die Kosten dafür mindern permanent den Gesamtertrag. Wir haben im LuxTopic - Aktien Europa gezeigt, dass es mit einem Gesamtkonzept möglich ist, mit der Kombination aus Aktienselektion plus Optionsstrategie die Bewegung des Marktes nach oben mitzumachen und die Bewegung des Marktes nach unten abzufedern. Daraus ergibt sich insgesamt eine geringere Volatilität und Drawdown per Saldo, also eine deutlich höhere langfristige Rendite als die Benchmark.

Iben: Warum halten Sie mit dem LuxTopic – Aktien Europa dann lediglich 65 Millionen Euro under Manage-

ment? Auf der anderen Seite gibt es ETFs auf den Euro Stoxx 50, die auf etwa zehn Milliarden Euro kommen. Eigentlich müsste es doch umgekehrt sein, oder?

BEER: Das ist ein vergleichsweise sehr schwieriges Thema. Diesem Fondskonzept liegt eine völlig andere Denkweise zu Grunde als der, die es auf dem Markt gibt. Denn dem Investor wird durch die Fondsindustrie suggeriert, dass der Manager anhand von Unternehmensbesuchen hart arbeiten muss. Dass er einen ganzen Stab an Analysten um sich braucht, um gerade einmal ein wenig Mehrertrag zu generieren. Auf dieser Sichtweise bauen bekanntlich ganze fundamentale Modelle auf. Das muss nicht immer richtig sein und zum Glück haben die ETFs der Branche die Augen geöffnet, dass auch harte Arbeit an der falschen Stelle nicht viel bringt und nur Kosten verursacht. Wir schwimmen praktisch gegen den breiten Strom der fundamentalen Investoren. Denn uns sind die Unternehmenszahlen egal. Wir

arbeiten auch hart – allerdings als Forscher mit dem Ziel, das Risiko des Aktienmarktes zu reduzieren, ohne dabei jedoch die Rendite abzuschneiden!

Iben: Wann hat man Ihrer Ansicht nach als ein gestandener Portfoliomanager genug gelernt?

BEER: Ich denke, dass die Lernkurve nach circa zehn Jahren abgeschlossen ist. Man hat sicherlich noch nicht alles gelernt, aber man macht nicht mehr die ganz heftig großen Fehler. Außerdem hat man dann meist einen ganzen Wirtschaftszyklus - und damit auch viele Emotionen - erlebt.



"Ich denke, dass die Lernkurve nach circa zehn Jahren abgeschlossen ist."

Iben: Können Sie das näher erläutern? Durch was haben Sie selbst zum Beispiel innerhalb von zehn Jahren gelernt?

BEER: Die Haupteckkenntnis war, dass man ein System haben muss, das erforscht und erprobt ist und erfolgversprechende Ergebnisse liefert. Dann muss man daraus einen langfristigen Plan machen. Das bedeutet, man sollte nicht den Erfolg in einem Jahr anstreben, sondern einen Erfolg in zehn Jahren. Die Renditeerwartungen sollten auf ein vernünftiges Maß reduziert werden – das heißt, langfristige Marktrendite plus x. Wenn man ein gutes System hat, muss man es konsequent und diszipliniert anwenden. Das kann man lediglich, wenn man von seinen fundamentalen Grundüberlegungen und seinem System absolut überzeugt ist. Das geht nur, wenn man genügend Erfahrung gesammelt hat. Und man sollte versuchen, die Märkte und auch seine Systeme stets übergeordnet mit einem gesunden Menschenverstand einzuordnen und zu beurteilen.

Iben: Mit Blick auf das Überangebot an Nachrichten um das Marktgeschehen – welche Informationen sind für Sie überhaupt wichtig, um wirklich erfolgreich zu sein?

BEER: Für uns sind kurzfristige Meldungen relativ unwichtig. Wenn man entsprechend dem permanenten, riesigen Informationsstrom agiert, ist die Gefahr sehr groß, sehr viele Fehler zu machen. Meist rennt man dann hinter irgendwelchen Meldungen her, die sich aber oft wieder schnell aufheben

lio, um die Marktschwankungen und den darauf basierenden, unterschiedlichsten Auslösern, effektiv begegnen und sie wirkungsvoll reduzieren zu können.

Iben: Sie investieren zum einen in Aktien, zum anderen in Optionen. Wo sehen Sie ihre Kernkompetenz?

„Mein spezieller Bereich sind sowohl Optionen als auch Aktienmärkte. Wir forschen bereits seit Jahrzehnten in beiden Bereichen. In dieser Zeit haben wir sowohl unser aktives Aktienselektionsmodell entwickelt und auch auf der Optionsseite Programme entwickelt.“

oder das Gegenteil auslösen. Dieser Fall gleicht eher einem Glücksspiel. Unsere Methode ist ruhiger und deutlich erfolversprechender. Wir haben eine ertragsstarke Gruppe von Aktien als Auswahlpektrum, selektieren die temporär stärkeren Werte und betreiben ein aktives Risikomanagement mit Hilfe von Optionsstrategien über das ganze Portfo-

BEER: Mein spezieller Bereich sind sowohl Optionen als auch Aktienmärkte. Wir forschen bereits seit Jahrzehnten in beiden Bereichen. In dieser Zeit haben wir unser aktives Aktienselektionsmodell entwickelt, das eine Outperformance zu den liquiden Benchmarks wie dem Euro Stoxx 50 ermöglicht. Wir haben aber auch auf der Optionsseite ge-

forscht und entsprechende Programme entwickelt. Eine unserer erfolgreichen Optionsstrategien ist im Fonds „ABSOLUTE RETURN PLUS UI“ mit über 360 Millionen Euro deutlich zu sehen. Ich sehe unsere Kernkompetenz ganz klar auf der systematischen Seite – sowohl bei Aktien als auch bei Optionen.

Iben: Glauben Sie, dass man mit Aktien weiterhin Gewinne erzielen kann?

BEER: Die Aktienanlage sehe ich heutzutage als langfristige Anlageform, die bei einem systematischen Ansatz mit einer sehr hohen Wahrscheinlichkeit einen positiven Ertrag über dem durchschnittlichen Ertrag der Unternehmen liefert. Dies, gepaart mit den richtigen Risiko-reduzierenden Optionsstrategien, erreicht im Portfolio ein deutlich besseres Rendite-Risikoprofil als mit Long-Only-Investments in Form eines ETFs.

Vielen Dank für das Gespräch.

Das Interview führte Torsten Iben, Geschäftsführer der FWW GmbH.



„Glauben Sie, dass man mit Aktien weiterhin Gewinne erzielen kann?“