



# „Aktien aus Verzweiflung“

Im siebten Jahr der Finanzkrise herrscht bei einigen Anlegern dank gut laufender Renten- und Aktienmärkte eine gewisse Wohlfühlstimmung. Wie muss die Fondsindustrie mit dieser umgehen, und welches sind die Vertriebsfolge der kommenden Jahre? Ein Gespräch mit acht Marktexperten



FOTOS: LUWE NÖLKE

**private banking magazin: Herrscht mittlerweile eine Art Wohlfühlstimmung am Markt – ungeachtet der Tatsache, dass weder Finanz- noch Eurokrise nur ansatzweise gelöst wurden?**

**Ingo Mainert:** Wir sind in einer Art instabilem Gleichgewicht. Das klingt zunächst paradox. Externe Faktoren können die Kapitalmärkte jederzeit wieder unter Druck setzen – wir stecken nach wie vor in einer Krise. Besonders wir Europäer haben noch einige Jahre mit strukturellen Anpassungsprozessen zu kämpfen. Trotzdem befinden wir uns dank besseren globalen Wirtschaftswachstums derzeit in einer Art stabilen Seitenlage. Solange die Wirtschaft wächst, ist ein konstruktives Durchwurschteln möglich.

**Alexander Lehmann:** Das konstruktive Durchwurschteln kommt mir allerdings derzeit etwas zu kurz. Eurokrise und Bankenkrise stehen nicht mehr so stark im Fokus. Das lässt uns fahrig werden und entschleunigt den Reformprozess und die Anstrengungen.

**Guido Barthels:** Auch Deutschland wird sich den strukturellen Anpassungen nicht entziehen können. Wir sind bezogen aufs Wachstum derzeit noch eine Insel der Glückseligen. Mittelfristig wird sich das ändern. Großbritannien scheint recht stabil zu sein. Sorgen macht mir dagegen die Entwicklung in den USA. Das Wachstum dort könnte sich am Ende als zu schwach erweisen, um ohne die Geldspritze der Federal Reserve auszukommen. Insofern wird es spannend, wenn die Notenbank das Quantitative Easing voraussichtlich im Oktober dieses Jahres beenden wird. Gibt das Wachstum dann nach, laufen wir Gefahr, dass die

*Die Teilnehmer des Roundtables zum Thema Vermögensverwaltung und Vertriebserfolge im 21. Jahrhundert (von rechts): Ingo Mainert, Geschäftsführer bei AGI und Investmentchef für Mischfonds-Mandate; Malte Dreher, private banking magazin; Stefan Ferstl, Vorstand von Ariqon Asset Management und Verantwortlicher fürs Portfoliomanagement; Selina Piening, Vertriebsleiterin bei Edmond de Rothschild Asset Management; Manfred Schlumberger, Vorstandssprecher der BHF Bank, deren Tochter Frankfurt-Trust ist; Guido Barthels, Fondsmanager von Ethenea Independent Investors; Alexander Lehmann, Vertriebsleiter von Invesco in Deutschland und Österreich; Ansgar Neisius, private banking magazin; nicht im Bild sind die Teilnehmer Richard Zellmann, Geschäftsführer der First Private Investment Management, und Klaus-Dieter Erdmann, geschäftsführender Gesellschafter von MMD*

globale Wirtschaft in eine Rezession rutscht. In einem solchen Fall könnten Anleger mit Rentenpapieren nochmals viel Geld verdienen, für Aktien wird das sicherlich nicht gut sein. Bisher ignorieren viele Marktteilnehmer allerdings diese Entwicklungen. Insofern kann man von einer Wohlfühlstimmung sprechen.

**Klaus-Dieter Erdmann:** Ich glaube, die Anleger wissen, dass sie den Kursanstieg den Liquiditätsmaßnahmen der Zentralbanken zu verdanken haben. Aber sie fühlen sich aufgrund der Beteiligung am Produktivvermögen sicherlich wohler als Anleger im Tagesgeld, die auf die Deflation warten.

**Manfred Schlumberger:** Der Wohlfühlstimmung würde ich widersprechen. Die Aktienmärkte in Europa und den USA sind zwar auf Höchstständen. Gleichzeitig aber zeigen uns die Stimmungsindikatoren, dass Anleger keinesfalls optimistisch sind. Es ist die erste Hausse in meiner Karriere, die nicht von Euphorie begleitet wird. Die Leute trauen dem



## „Kein Hedgefonds spekuliert aktuell mehr gegen die Eurozone“

Guido Barthels von Ethenea Independent Investors managt zusammen mit Luca Pesarini den bekannten Mischfonds Ethna-Aktiv E

Aufschwung schlichtweg nicht. Nicht die Überzeugung lässt Anleger Aktien kaufen, sondern die pure Verzweiflung mangels Alternativen.

**Selina Piening:** Auch wir sehen keinerlei Euphorie bei den Marktteilnehmern. Stattdessen herrscht Skepsis, vor allem nach der heftigen Korrektur am Aktienmarkt im Sommer 2011. Die Grundeinstellung der Anleger bleibt defensiv. Die Frage ist nur, was in den nächsten Jahren defensiv ist? Ist man eher zurückhaltend mit Anleihe-Investments oder Standardaktien? Sind es Staats-, Unternehmens- oder

Hochzinsanleihen? Mit konservativen Investments über Anleihen und Cash sind Anleger womöglich in den kommenden Jahren zu defensiv aufgestellt.

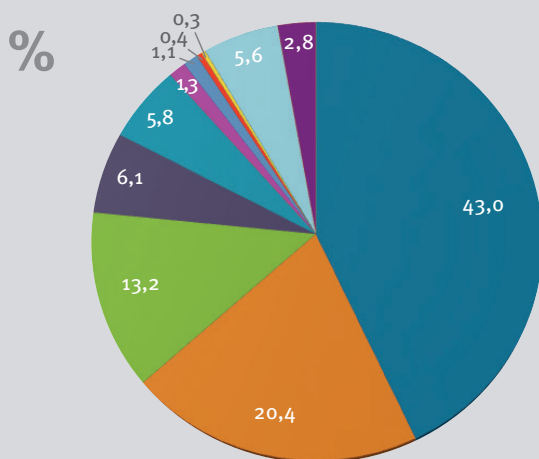
**Vor gut drei Jahren haben Anleger eine hohe Inflation und die finanzielle Repression gefürchtet. Realer Kapitalerhalt war das Thema schlechthin. Heute dagegen erleben wir eine Disinflation, die Angst vor der Deflation geht um. Worauf müssen wir uns denn nun einstellen?**

**Stefan Ferstl:** Zunächst spielt die Angst vor der Deflation auf Kundenseite nur bei Privatanlegern eine größere Rolle. Die halten sich stärker als institutionelle Anleger mit Investments zurück. Entsprechend haben sie den Aufschwung der Märkte der vergangenen Jahre verpasst. Die Mittelzuflüsse kamen deshalb vor allem von institutionellen Investoren.

**Richard Zellmann:** Die unterschweligen Deflations Sorgen sind zumindest nicht unbegründet und der Kurs der Notenbank nachvollziehbar. Ein Blick auf Kreditvergabe, Teuerung und Euro-Wechselkurs zeigt, dass wir gerade in Europa gegen deflationäre Tendenzen vorbeugen sollten. Eine echte Deflation ist derzeit zwar nicht abzusehen, wäre aber im Fall einer spürbaren globalen Konjunkturabkühlung nicht undenkbar.

**Barthels:** Vor drei Jahren hat alle Welt sogar noch ein Auseinanderbrechen des Euro befürchtet. Bis EZB-Präsident Mario Draghi durch seine berühmte Ankündigung den Märkten jegliche Angst genommen hat. Kein Hedgefonds der Welt spekuliert aktuell mehr gegen die Eurozone.

**Schlumberger:** Interessant ist, wie sich die Krisen-Thematik verschoben hat. Das derzeit größte Problem für die Wirtschaft der Euro-Staaten ist die internationale Stärke des Euro. Die Vertrauenskrise hat Draghi 2011 definitiv



Die Asset-Allokation befragter institutioneller Investoren aus Deutschland derzeit ...

- Renten (Schuldscheine, Hypotheken, Pfandbriefe)
- Staatsanleihen
- Unternehmensanleihen
- Immobilien
- Aktien
- Private Equity
- Unternehmensbeteiligungen
- Hedgefonds
- Rohstoffe
- Liquidität
- Sonstiges

gelöst. Danach hatten viele Anleger Inflationsängste. Jetzt fürchten sie auf einmal eine mögliche Deflation. Beides ist ein Irrtum. Die Phase starker Preisstabilität, in der wir uns schon seit ein paar Jahren befinden, wird sich einfach fortsetzen. Damit wir von einer Deflation sprechen können, müssten die Preise übrigens jahrelang um mindestens 2 bis 3 Prozent fallen. Erst dann würden Verbraucher ihren Konsum in die Zukunft verschieben. Selbst in Japan war das aber nie der Fall.

**Mainert:** Die Angst vor Deflation kann man möglicherweise an der aktuellen Allokation des privaten Geldvermögens ablesen. Mit 40 Prozent auf der Einlagenseite wären die Deutschen im Fall eines Deflationsfalls gut aufgestellt. Wir halten jedoch den Eintritt eines solchen Szenarios für weniger wahrscheinlich.

**Sehen Sie die sogenannte große Rotation, die Umschichtung von Anleihen in Aktien, in den Anleger-Portfolios?**

**Lehmann:** Wir können die Rotation nicht sehen. Einige Branchenkollegen sagen, dass über kurz oder lang Pensionskassen und andere Institutionelle in Aktien umschichten müssen, weil sie sonst ihren Verpflichtungen nicht nachkommen können. Uns treibt die Frage natürlich auch um. Dem Vertrieb würde das enorm helfen.

**Zellmann:** Es gibt erste Bewegungen, die sich aufgrund demografischer Trends und niedriger Zinsen auch noch verstärken könnten. Eine nachhaltige, große Rotation von Renten in Aktien ist aber allein schon aufgrund von Investitionseinschränkungen der Großinvestoren und Regulierungsvorschriften nicht zu erwarten.

**Mainert:** Sowohl in Europa als auch global lassen sich Ansätze einer Umschichtung von Anleihen auf Aktien erkennen. Beispielsweise fließen Aktienfonds seit Anfang



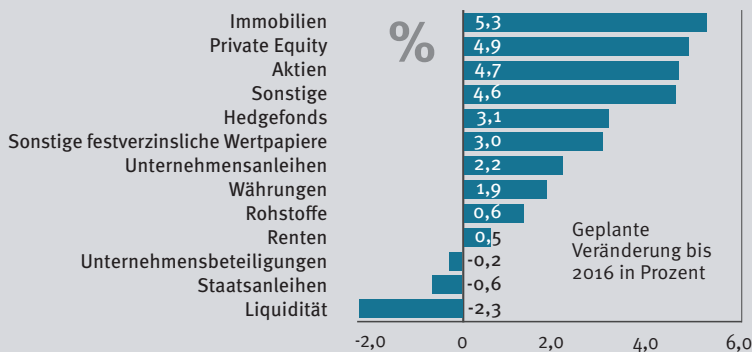
„2 bis 3 Prozent Rendite bei Anleihen gibt es nicht mehr im Vorübergehen“

*Stefan Ferstl ist im Vorstand von Ariqon Asset Management und zuständig für das Portfoliomanagement*

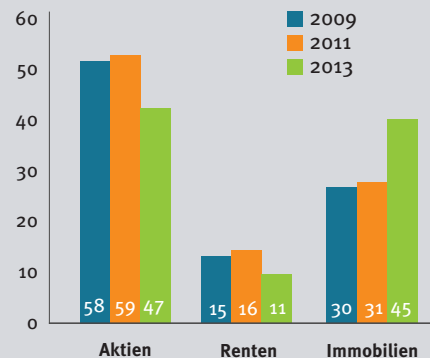
2013 viele Mittel zu, während Rentenfonds abbauen. Konkret weist der europäische Fondsverband Efama für das vergangene Jahr Mittelzuflüsse in Aktienfonds von knapp 110 Milliarden Euro aus. Diese Tendenz hat in den ersten Monaten des laufenden Jahres offenbar angehalten. In Deutschland werden dagegen die Risiken im Mantel des Mischfonds erhöht – eine Vorgehensweise, die wir für zielgerichtet halten.

**Piening:** Nur die Deutschen und Österreicher nehmen sich aus. Anleger aus beiden Ländern haben vergangenes Jahr

**... und wie sie die einzelnen Asset-Klassen bis Ende 2016 erhöhen oder zurückführen wollen**



**Externe Mandate werden nicht für alle Asset-Klassen vergeben**



QUELLEN: FERSTL



## „Vor allem das Wealth Management fragt Liquid Alternatives nach“

Selina Piening verantwortet bei Edmond de Rothschild Asset Management den Vertrieb

die meisten Mittelzuflüsse bei Anleihen bewirkt. Aktien dagegen verzeichneten kaum oder gar keine Zuflüsse.

### Dürfte das Verharren auf der Rentenseite nicht Folgen für die Rendite haben?

**Ferstl:** Die 2 bis 3 Prozent Rendite, die es früher fast schon im Vorbeigehen gab, gibt es nicht mehr. Selbst institu-

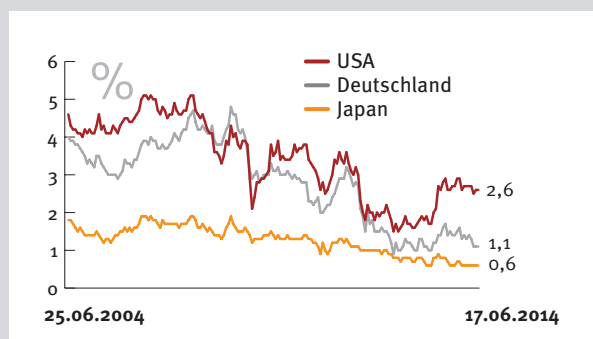
tionelle Anleger, die seit jeher besonders defensiv eingestellt sind, bekommen Probleme mit den angestrebten Renditezielen. Anleger, die ihre Renditeziele nicht aufgeben und auf der Rentenseite bleiben wollen, müssen sich in Segmente begeben, wo sie als defensiver Anleger gar nicht hin wollen. Als gänzlich risikolos sind solche renditeträchtigeren Anleihebereiche jedenfalls nicht mehr zu bezeichnen.

**Schlumberger:** Der Rentenmarkt ist nahezu abgegrast. Derzeit bekomme ich noch mit gut 7 Prozent die höchste Rendite bei Schwellenländeranleihen. Da wird das übernommene Risiko angemessen bezahlt. Ob das beispielsweise bei US-Hochzinsanleihen noch der Fall ist, bezweifle ich. Ähnliches gilt für Anleihen aus der europäischen Peripherie. Betrachtet man die Anlageklassen nach Rendite-Risiko-Gesichtspunkten, kann man dem Anleger zu Aktien raten. Sie rentieren angemessen fürs eingegangene Risiko. Der Aktienmarkt hat nach wie vor einen zentralen Rückenwind, den Zins. Warren Buffett hat einmal gesagt, dass der Zins der Treibstoff für alles im Universum der Wirtschaft ist. Das stimmt. Die niedrigen Zinsen sind deshalb das beste Argument für Aktien.

**Lehmann:** Kann ich nur bestätigen. Solange wir die niedrigen Zinsen und eine niedrige Volatilität im Aktienmarkt haben, bin ich der Hoffnung, dass sich gerade im Wealth Management der ein oder andere Kunde für Aktien erwärmen kann. Bei einem Tagesgeldsatz von 0,4 Prozent überlegen dann schon einige, ihre Aktienquote zu erhöhen.

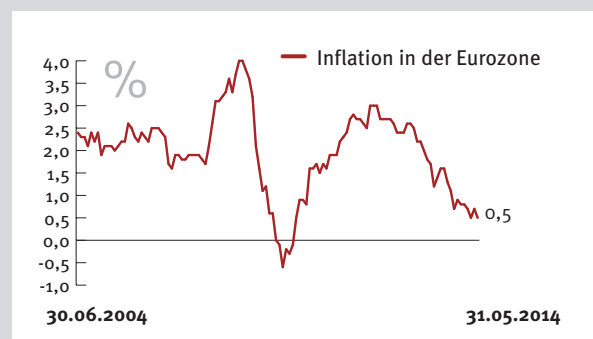
**Barthels:** Ich warne allerdings davor, Aktien als Allheilmittel zu sehen. Aktien-Investments, vor allem in Reinform,

### Umlaufrendite 10-jähriger Staatsanleihen aus ...



Das niedrige Zinsniveau in Deutschland, Japan und den USA führt dazu, dass Anleger sich nicht mehr wie gewohnt im Vorbeigehen 2 bis 3 Prozent Rendite auf der Rentenseite sichern können. Einige treibt das ins Risiko.

### Inflation in der Eurozone



Trotz erster Anzeichen einer Rückkehr des Euroraums in die Wachstumszone bleibt die Inflation auf niedrigem Niveau. Für Anleger bedeutet dies, dass zumindest aktuell keine finanzielle Repression droht.

sind nicht für jedermann geeignet. Viele Anleger liebäugeln zwar mit den Renditechancen, genauso groß ist aber auch der Wunsch nach geringer Volatilität. Und dann muss man als Vermögensberater eigentlich von größeren Aktien-Investments abraten und sollte nur noch über eine Beimischung reden. Auf der Rentenseite gibt es nach wie vor Renditequellen, beispielsweise Fremdwährungen. Die sind meist liquide und bieten Volatilität, das heißt für uns Fondsmanager Investment-Möglichkeiten. Es muss ja nicht immer der Brasilianische Real oder die Türkische Lira sein, infrage kommen auch der altbekannte US-Dollar oder die Norwegische Krone.

**Schlägt jetzt wegen der Angst vor Aktien und der Alternativlosigkeit im klassischen Rentenbereich die Stunde der sogenannten Liquid Alternatives?**

**Piening:** Wir sehen seit einiger Zeit eine verstärkte Nachfrage nach solchen Bausteinen – vor allem aus dem Wealth Management und von Großbanken. Herausforderung ist allerdings der regulatorische Rahmen. Wie haben bereits in den sechziger Jahren des vergangenen Jahrhunderts Dach-Hedgefonds mit George Soros aufgelegt. Es ist nach wie vor schwierig bis unmöglich, diese Produkte nach Deutschland zu bringen, obwohl die Nachfrage da ist, getrieben von schwachen Anleiherenditen und der Suche nach Anlagen, die negativ mit Aktien korrelieren.

**Lehmann:** Vor allem hat der Branchenstandard Ucits stark geholfen, solche Strategien in Deutschland Anlegern schmackhaft und zugänglich zu machen. Natürlich gibt es noch Verbesserungspotenzial. So wären Bank Loans im



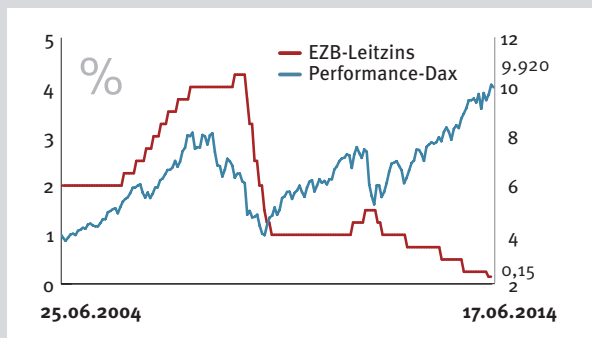
„Kundenberater lagern die Asset-Allokation an den Vermögensverwalter aus“

*Ingo Mainert ist Geschäftsführer von Allianz Global Investors und Investmentchef für Mischfonds-Mandate*

Ucits-Mantel eine tolle Sache, denn auf institutioneller Seite ist diese Anlageklasse ein Verkaufsschlager. Klare Fortschritte gab es glücklicherweise bereits bei der Liquidität und Transparenz der Produkte.

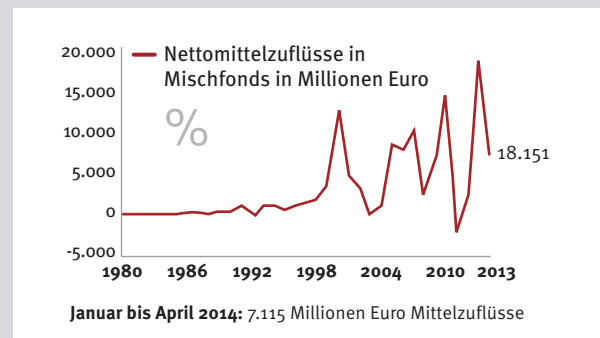
**Ferstl:** Im klassischen Retail-Geschäft sind Liquid Alternatives aber noch kein Thema. Weder der Privatanleger noch der Anlagenvermittler fragen die Produkte nach. Beim Pri-

**EZB-Leitzins und Performance-Dax**



Das niedrige Zinsniveau in Europa hat seine Auswirkungen auf die Aktienmärkte. Der Dax eilt von Rekordhoch zu Rekordhoch, selbst die 10.000er-Punkte-Hürde hat er zwischenzeitlich genommen.

**Mischfonds: Des Deutschen Liebling**



Mischfonds, Multi-Asset-Fonds, vermögensverwaltende Fonds – egal wie man sie nennt – haben in Deutschland Hochkonjunktur. Gerade 2013 war im Vertrieb mit über 18 Milliarden Euro Mittelzuflüssen ein Rekordjahr.



„Ich sehe keine große Rotation – auch wenn viele die herbeireden wollen“

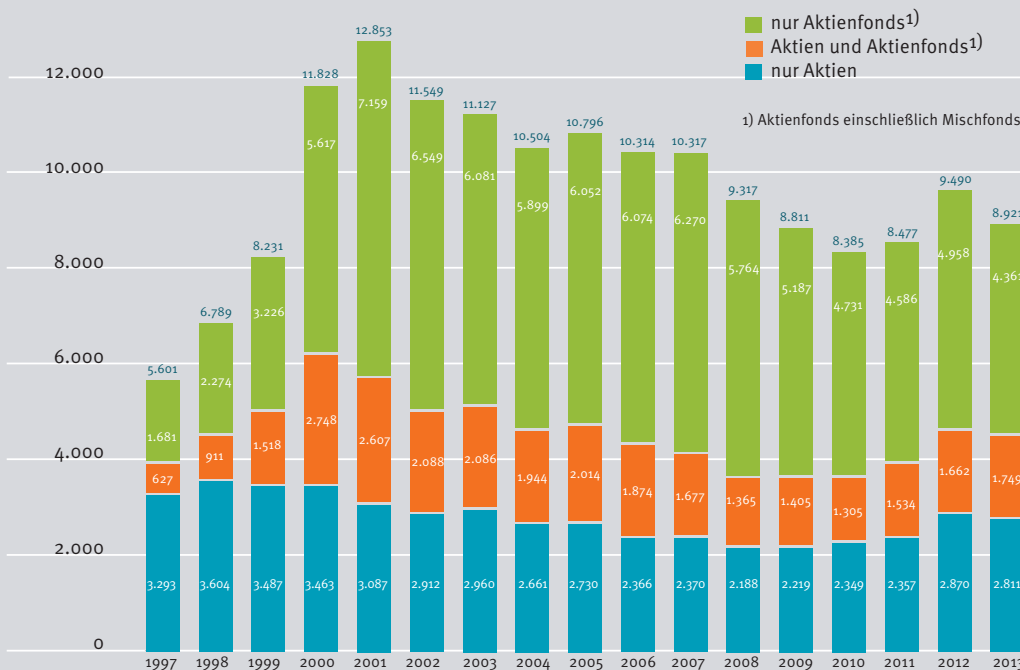
Alexander Lehmann verantwortet den Vertrieb von Invesco Asset Management in Deutschland und Österreich

vatanleger kommen solche Produkte höchstens über vermögensverwaltende Fonds an.

**Lehmann:** Richtig spannend wird es, wenn die Volatilität steigt und die Korrelationen der anderen Anlageklassen zusammenlaufen. Das dürfte die Nachfrage nach Liquid Alternatives beflügeln. Herausforderung wird sein, die Produkte dem Anleger möglichst verständlich und einfach zu erklären, ohne dass die Compliance-Abteilung aufschreit.

**Mainert:** Ähnlich wie im vergangenen Marktzyklus werden Liquid Alternatives kurz nach der Mitte des Zyklus verstärkt nachgefragt. Auch in den Jahren 2005 bis 2007 war die Suche nach Rendite Treiber der Nachfrage. Problem der Produkte ist, dass die Branche unter dem Oberbegriff Liquid Alternatives eine Vielzahl von Strategien zusammenfasst. Ich warne davor, die Komplexität der Produktgruppe aus Vertriebsgründen zu sehr zu vereinfachen. Wenn es später mal in einzelnen Strategien Enttäuschungen gibt, werden alle Liquid Alternatives in Gruppenhaft genommen. Zudem besteht immer mal wieder die Gefahr, dass die vermeintlich liquiden Produkte in einem Verkaufsmarkt illiquide werden.

Des Deutschen Unlust an Aktien



Die Zahl der Besitzer von Aktien und Aktienfonds in Deutschland ist rückläufig. 2013 sank deren Zahl auf 8,9 Millionen. Damit waren nur noch 13,8 Prozent der Deutschen im Alter von über 14 Jahren direkt oder indirekt Aktionär. Auch die Zahl der Besitzer von Aktien- und Mischfonds ist rückläufig. Ende 2013 hielten nur noch 9,5 Prozent der Bevölkerung diese Produkte. Ein Jahr zuvor waren es noch 10,2 Prozent. Gleichzeitig flossen laut BVI vor allem Mischfonds netto Mittel zu. Überzeugte Besitzer kaufen also weiter hinzu.

QUELLE: DEUTSCHES AKTIENINSTITUT

**Erfolgreich in den vergangenen Jahren waren Mischfonds. Haben die nicht von der starken Rendite der Rentenseite profitiert?**

**Erdmann:** Sicherlich haben die Mischfonds über die vergangenen Jahre von den Zinssenkungen profitiert. Enttäuscht werden die Erwartungen des Anlegers aber nur, wenn er unter falschen Prämissen in aktive Mischfonds wie vermögensverwaltende Fonds investiert. VV-Fonds sind keine Ertragsmaximierer, die sich durch das stets korrekte Markt-Timing, sondern durch aktives Risikomanagement auszeichnen.

**Barthels:** Oft wird vergessen, dass keines der Jahre am Rentenmarkt ein vermeintlich einfaches Performance-Jahr war. Und so wird es auch in Zukunft sein. Ich bleibe für gute Anleihemanager optimistisch, dass sie auch in Zukunft im Durchschnitt eine Rendite von rund 5 Prozent liefern können. Insofern ist das Argument, der Erfolg der Mischfonds basiere auf der besonderen Marktsituation der Vergangenheit und könne nicht fortgeschrieben werden, keines.

**Schlumberger:** Ich glaube schon, dass es schwieriger wird, die Renditen auf der Rentenseite fortzuschreiben. Nicht von ungefähr haben viele Marktteilnehmer seit einiger Zeit Angst vor steigenden Zinsen – und damit fallenden Renditen. Folglich sehen wir, dass viele Mischfondsmanager zunehmend ihre Aktienquote als Renditequelle bemühen. Der Rendite- und Vertriebsfolg der Mischfonds hat aber auch einen weiteren interessanten Nebeneffekt. Er hat die Finanzbranche wieder zu ihrem Ursprung zurückgeführt: dem Anleger einen Mehrwert zu bieten, indem sie die Asset-Allokation aktiv steuert.

**Mainert:** Zunächst einmal ist der Mischfonds ein Erfolg. Das lässt sich auch daran ablesen, dass ganz untypischerweise das hiesige Mischfonds-Konstrukt jetzt auch im angelsächsischen Raum stärker kopiert wird. Künftige Herausforderung wird es aber sein, die Erwartungshaltung des Anlegers zu managen. Aufgrund des niedrigen Zinsniveaus kann er keine Renditen erwarten wie in den vergangenen Jahren. Die waren nämlich außergewöhnlich gut, weil wir auf der Renten- wie Aktienseite starke Performance-Jahre erlebt haben. Als Finanzkonstrukt verliert der Mischfonds deswegen aber nicht seine Existenzberechtigung.

**Ferstl:** Übersehen darf man nicht, dass sich der Mischfonds seit der Jahrtausendwende erheblich weiterentwickelt hat. Die vermögensverwaltenden Fonds, die nicht wie klassische Mischfonds eine starre Aktien- und Anleihequote von 20/80 oder 40/60 fahren, waren ein Vertriebsfolg und haben seit der Finanzkrise enorme Mittelzuflüsse gesehen. Einige namhafte VV-Fonds haben es geschafft, Fondsvermögen in Phasen großer Kursabschläge abzusichern. Und das ist genau das, worum es dem Kunden heute geht.



„Niedrige Zinsen sind das beste Argument für Aktien“

*Manfred Schlumberger ist Vorstandssprecher der BHF Bank, deren Fonds-Tochter Frankfurt-Trust ist*

**Piening:** Das Problem ist auch hier eine gesteigerte Erwartungshaltung des Anlegers an die Manager-Leistung. Im Zweifelsfall werden die Rendite-Erwartungen nicht mehr mit den gegenwärtigen Marktmöglichkeiten abgeglichen. Das Marktrisiko wird damit zum Manager verlagert. Irgendwann – auch weil es mittlerweile sehr viele Anbieter von VV-Fonds gibt – wird es wohl eine Marktberreinigung geben.

**Lehmann:** Das Schöne ist doch, dass der Trend der achtziger und neunziger Jahre, als der Kundenberater für die Portfolio-Bausteine des Kunden zuständig war, sich mit dem Erfolg der Mischfonds umgekehrt hat. Ich fühle mich wohler damit, dass der Asset Manager, der Spezialist für taktische Asset-Allokation, heute wieder vermehrt die Verantwortung trägt.

**Erdmann:** Viele Anlagevermittler bemühten sich hier um die Quadratur des Kreises. Aber keiner kann sich gleichzeitig um die Bedürfnisse der Kunden kümmern und zur selben Zeit Assets an den Kapitalmärkten managen. Der Spagat zwischen der Hauptaufgabe der Beratungs- und Betreuungstätigkeit und dem Asset Management kann vor allem durch die erwähnten VV-Fonds gemeistert werden.

**Mainert:** Nicht vergessen darf man, dass der Katalysator für diese Entwicklung die Regulierung war. Der Aufwand und die Risiken der Beratung sind mittlerweile scheinbar so groß, dass der Kundenberater die taktische Asset-Allokation an Vermögensverwalter auslagert. ■