



# private wealth

VERMÖGEN, WOHLSTAND & WERTE

*how to earn it* | *how to invest it* | *how to live it*



137 Jahre Juwelierkunst. Lange lebte das Ulmer Schmuckunternehmen Ehinger-Schwarz von der Kreativität des Patriarchen Wolf-Peter. Jetzt ist Tochter Caroline gefordert.

## Nachfolge.

Schmuck überdauert. Er muss nur an aktuelle Trends angepasst werden. Ähnliches gilt für Familienunternehmen – wie Ehinger-Schwarz.

## Genopoly.

Genetechnologie ermöglicht es, ganz neue lebende Organismen zu schaffen. Heute können das nur einige Experten, morgen wir alle.

## Gipfeltreffen.

Die Lerbacher Runde – 22 führende Anlageexperten – stellt ihre Anlagestrategie für das kommende Jahr vor. Was Sie jetzt tun sollten.

## Kluger Plan.

Das Lebenswerk erhalten. Die Familie absichern. Die Steuerbelastung optimieren. Für jedes Ziel gibt es die richtige Stiftung.

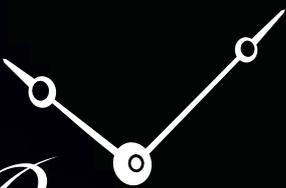


Breguet, créateur.  
Erfindung des Tourbillons, 1801

In der Grande Complication 5347 mit drehendem Doppel-Tourbillon erweitert Breguet auf spektakuläre Weise die berühmteste Erfindung des Meisters. Eine Brücke mit Differentialgetrieben verbindet zwei unabhängige Tourbillons und überträgt ihre durchschnittliche Ganggeschwindigkeit auf eine zentrale Drehplatine, die sich einmal in zwölf Stunden um ihre Achse dreht. Wir schreiben die Geschichte fort...

[www.breguet.com/inventions](http://www.breguet.com/inventions)



  
*Breguet*  
Depuis 1775



WEITERE INFORMATIONEN ERHALTEN SIE BEI BREGUET IN DEUTSCHLAND +49 6173 - 606.310 - [WWW.BREGUET.COM](http://WWW.BREGUET.COM)

# *Balanceakt.*



Die Zinsen sind so niedrig wie nie. Weil die Notenbanken weltweit die Märkte fluten, hebt ein Tsunami aus Geld nun auch die Aktienkurse. Andererseits lahmt die Konjunktur. Und die einzelnen Staaten tun zu wenig, um ihre strukturellen Probleme zu lösen. Wie lange kann das gutgehen? Die Lerbacher Runde – hochkarätige Bankiers, Vermögensverwalter und Family Officer – analysiert Chancen und Risiken. Die Experten setzen so nicht nur die Eckpfeiler für eine erfolgreiche Investmentstrategie im nächsten Jahr. Sie erarbeiten auch praktische Lösungsvorschläge für das drängendste Anlageproblem: Wie sich heute noch reale Renditen mit angemessenem Risiko erzielen lassen.

**Die Teilnehmer der Lerbacher Runde (von links nach rechts):**

Dr. Franz Angermann, UBS Deutschland // Chris-Oliver Schickentanz, Commerzbank // Ralf Bringmann, DZ Privatbank // Oliver Borgis, Weberbank // Klaus Ehler, Metis Treuhand // Bernd W. Schrüfer, Lucatis Family Office // Michael Reuss, Huber, Reuss & Kollegen // Gottfried Urban, Neue Vermögen // Ingo Weber, Global Impact Network // Nicolas von Loeper, Bankhaus Sal. Oppenheim // Gallus Pesendorfer, Sotheby's // Dr. Christian Jasperneite, M.M. Warburg Bank // Michael Will, Bethmann Bank // Karsten Tripp, HSBC Trinkaus & Burkhardt // Ralf Mielke, Bank Sarasin AG // Kai Röhl, Robeco Deutschland // Hermann Wonnebauer, Zürcher Kantonalbank Österreich // Frank Naab, Bankhaus Metzler & Co. // Klaus Meitingner, private wealth // Dr. Michael Fabricius, Fabricius Vermögensverwaltung // Alexander Daniels, Knapp Voith Vermögensverwaltung // Roland Jauch, Walser Wertemanufaktur // Daniel Fechtelpeter, Lampe Bank // Bernd Riedel, Robeco Deutschland (nicht im Bild: Dr. Markus Küppers, Oppenheim Vermögenstreuhand).



**E**rst wenn die Musik in Sachen Liquidität stoppt, werden die Dinge kompliziert. Aber solange sie spielt, musst du aufstehen und tanzen.

Vor einem Jahr hatte die Lerbacher Runde geraten, mehr Risiken einzugehen – trotz Schuldenproblem, trotz Eurokrise. Die Notenbanken würden alles tun, um Worst-Case-Szenarien zu verhindern, Europa werde sich zusammenraufen. Und die unausweichlichen, massiven Liquiditätsspritzen sollten die Aussichten an den Kapitalmärkten verbessern. Die Kurse, meinte die Runde damals, würden wahrscheinlich steigen. Heute ist klar: Diese Strategie hat sich ausgezahlt. Der deutsche Aktienindex DAX kletterte in den vergangenen zwölf Monaten um mehr als 30 Prozent, die Leitbörse in den USA markiert neue Rekordstände. Und mit Zinspapieren riskanterer Schuldner konnte ebenfalls eine Menge Geld verdient werden.



## „Den Notenbanken ist es gelungen, den Krisenmodus – vorerst – zu beenden.“ Hermann Wonnebauer.

„Heute ist die Herausforderung eine ganz andere“, überlegt Kai Röhrli, Robeco Deutschland: „Die Gefahren im ökonomischen Umfeld haben abgenommen – dafür nehmen die Risiken auf der Anlageseite zu.“ „Immer mehr Privatkunden“, erklärt Michael Will, Anlagestrategie der Bethmann Bank, „kommen jetzt und sagen: ‚Ich brauche die vier Prozent Ertrag, die mir früher Bundesanleihen geliefert haben.‘ Dann werden Dividendenpapiere gekauft, Hochzinsanleihen und Emerging-Market-Bonds. Aber dass sich das Risiko so vervielfacht, will keiner wissen. Das ist ein schwieriger Balanceakt.“

Seit 2010 versucht die Lerbacher Runde, vermögenden Anlegern Orientierung zu geben. Regelmäßig im Frühsommer treffen sich hochkarätige Bankiers, Vermögensverwalter und Leiter von Family Offices im Schloss Lerbach, um auf Einladung des private-wealth-Partners Robeco Deutschland die Lage in Politik und Wirtschaft zu diskutieren und dann Eckpfeiler für eine erfolgreiche Anlagestrategie einzuschlagen.

Bisher mit durchschlagendem Erfolg. Schon 2010 lautete das Fazit der Runde: auf Sachwerte setzen. 2011 dann – als der Euro auseinanderzubrechen drohte – rieten die Profis, „cool“ zu bleiben. Und letztes Jahr galt: „Kaufen.“

In diesem Jahr diskutiert die Lerbacher Runde den Spagat zwischen Risiko und Rendite. Dabei ist die Grundhaltung mit Blick auf Wirtschaft und Kapitalmärkte weiterhin optimistisch. „Das große Bild hat sich in den letzten zwölf Monaten

eindeutig weiter aufgehellt“, meint Hermann Wonnebauer, Vorstand der Zürcher Kantonalbank Österreich: „Den Notenbanken ist es tatsächlich gelungen, den Krisenmodus – zumindest vorerst – zu beenden.“

Früher waren Zentralbanken ausschließlich dafür verantwortlich, die Preisstabilität zu wahren. Heute ist es offenbar ihre Aufgabe, die Welt zu retten. „Direkte Anleihekäufe oder die Erwartung solcher Käufe haben dafür gesorgt, dass die Zinsen überall auf ein für die Staaten erträgliches Niveau zurückgegangen sind“, erklärt Gottfried Urban, Vorstand der Neue Vermögen. Die USA zahlen noch ein Prozent, Japan 0,5 Prozent – und selbst in Italien liegt die Rendite für Staatsanleihen mit zehn Jahren Restlaufzeit wieder unter vier Prozent – „nicht mehr weit von der niedrigsten, jemals erreichten Rendite von 3,25 Prozent“, informiert Christian Jasperneite, Chefstrategie bei M.M. Warburg. Staatsschuldenkrise? „Wenn die Zinsen unter der Summe aus realem Wachstum und Inflation gehalten werden können, hat ein Land seine Schuldenquote im Griff. Das scheint zu klappen“, analysiert Gottfried Urban. Und die Eurokrise? „Die Rede von EZB-Präsident Draghi im September 2012 hat alles geändert“, erklärt Frank Naab, Leiter der Vermögensverwaltung beim Bankhaus Metzler: „Wenn Draghi zu den Finanzakrobaten, die gegen Europa wetteten, sagt, packt eure Sachen, ich werde alles tun, was nötig ist, um den Euro zu retten, dann ist das Thema durch.“

Aktuell kümmern sich die Notenbanker um die nächste Baustelle – das Wachstum. „Das Hauptszenario der Finanz-Community war, dass die Konjunktur 2013 recht ordentlich werden wird und sich 2014 dann noch beschleunigt“, erklärt Jasperneite. „Seit drei Monaten bekommen wir aber von vielen Seiten Schwächesignale, die nicht in dieses Bild passen.“

Und schon rückt wieder die Kavallerie aus. Nicht nur, dass ihre „Finanzierungsgarantie“ es den Staaten erlaubt, ihre Sparpläne zu strecken, ohne von den Märkten bestraft zu werden –, die Notenbanken geben auch direkt Vollgas. In Japan soll eine Verdoppelung der Käufe von Anleihen die Deflationsspirale durchbrechen und für Wachstum sorgen. Die US-Notenbank kassierte erste, zarte Andeutungen, das Tempo der Anleihekäufe im Lauf des Jahres reduzieren zu wollen. Und die Zentralbanken in Euroland, Indien, Australien, Polen und Korea senkten Anfang Mai ihre Leitzinsen weiter.

„Die Überlegung ist doch ganz einfach: Die Staaten können sich keine höheren Zinsen leisten. Und auch die Konjunktur ist dafür noch nicht stabil genug“, folgert Alexander Daniels, Geschäftsführer der Knapp Voith Vermögensverwaltung: „Also werden die Leitzinsen noch sehr lange sehr niedrig bleiben.“

Für Anleger ist das zunächst eine gute Nachricht – es darf wohl noch eine Zeit weitergezinkt werden.

Langfristig ist dieses Experiment nicht ohne Risiko. „Ich halte es für gewagt, wenn zum Beispiel die EZB zusätzlich wirtschaftspolitische Aufgaben übernimmt. Sparer erfahren mit Billigung der Politik eine systematische Vermögensentwertung“, meint Ralf Bringmann, Mitglied des Vorstands der DZ Privatbank. Sie bezahlen de facto, was der Staat an Zinszahlungen einspart. „Das ist ein riesiger gesellschaftlicher Skandal. Die kleinen Leute werden peu à peu enteignet und können sich nicht wehren. Denn die Regulierung verhindert ja auch, dass Lebensversicherungen mehr Aktien halten dürfen“, kritisiert Naab. „Die Politik will das doch gar nicht. Versicherer sind schließlich treue Käufer von Staatsanleihen“, merkt Kai Röhl an. Und Michael Reuss, Geschäftsführer der Vermögensverwaltung Huber, Reuss & Kollegen, lacht: „Wer von Ihnen hat gewusst, dass die neue Finanztransaktionsteuer für Staatsanleihen nicht gelten soll? Das sagt doch alles.“

Auch für Europa ist die Strategie der Notenbank ein zweischneidiges Schwert. „Überall, wo der soziale Friede in Gefahr gerät, rücken die Regierungen nun vom Reformkurs ab“, erklärt Klaus Ehler, Geschäftsführer des Family Office Metis Treuhand. „Es gibt aktuell tatsächlich wenig Motivation für Strukturreformen“, ergänzt Markus Küppers, Vorstand der Oppenheim Vermögenstreuhand, „die geldpolitischen Notfallmaßnahmen werden genüsslich bis zum Ende ausgereizt.“ >

## Die Lerbacher Strategie.

Im April 2013 beschäftigte sich die Lerbacher Runde zum vierten Mal mit der Frage, wie Vermögen krisensicher gemacht werden können. Die wichtigsten Ratschläge der vier Veranstaltungen lauteten:

- 01.** Diversifikation – weil wir alle die Zukunft nicht kennen, hilft nur Risikostreuung über sämtliche Anlageklassen.
- 02.** Nominalwerte deutlich reduzieren. Sachwerte übergewichten.
- 03.** Investieren, wo Wachstum ist. Schwellenländer bevorzugen.
- 04.** Gold, Wald, Grund und Boden: Diese Anlagen bringen im Rahmen einer Sicherheitsstrategie eine regionale Diversifikation.
- 05.** Bundesanleihen mit langer Laufzeit verkaufen.
- 06.** Konsequenter Abbau der Verschuldung schützt vor Deflation.
- 07.** Aktien favorisieren: Aktien sind Sachwerte par excellence, wenn bei der Titelauswahl auf Qualität geachtet wurde. Sie bleiben ein Grundbaustein des Depots – egal wie hoch die Volatilität ist.
- 08.** Um das Risiko zu reduzieren, sind öfter taktische Maßnahmen nötig – zum Beispiel eine temporäre Absicherung von Aktiendepots.
- 09.** Keine Überallokation aus Furcht vor Worst-Case-Szenarien: Wer den Immobilien- oder Goldbestand über das einmal als sinnvoll definierte Maß ausweitet, diversifiziert nicht, sondern spekuliert.
- 10.** Rebalancing: nach starken Kursbewegungen die ursprüngliche Gewichtung wiederherstellen.
- 11.** Volatilität tolerieren: Wer vornehmlich in Realwerte investiert, muss auch bereit sein, Verlust quartale hinzunehmen.
- 12.** Auf ein hohes Maß an Handelbarkeit der Anlagen achten.
- 13.** Stärker auf aktive Manager setzen. Sie haben aktuell eine gute Chance, passive Indexinvestments zu schlagen.

// **Tabelle unten:** Dort beantworteten die Teilnehmer die Frage nach der strategischen, „normalen“ Gewichtung der einzelnen Anlageklassen in einem gemischten Depot sowie – davon abweichend – nach der tatsächlichen aktuellen Gewichtung. Interessant ist: Aktien werden deutlich über-, Zinspapiere untergewichtet. Und sonstige Anlagen, wie zum Beispiel Absolut-Return-Strategien (siehe dazu auch Seite 54), spielen eine größere Rolle als in der Vergangenheit.

### So investiert die Lerbacher Runde:

	Normalgewicht	Aktuell
<b>Aktien</b>	37 %	42 %
<b>Zinspapiere</b>	38 %	31 %
<b>Immobilien</b>	5 %	5 %
<b>Edelmetall &amp; Rohstoffe</b>	5 %	5 %
<b>Sonstiges</b>	11 %	11 %
<b>Cash</b>	4 %	6 %

Am Kernproblem Europas ändere sich so nichts. „Diese Situation ist dauerhaft nicht tragbar“, kritisiert Franz Angermann, UBS Deutschland: „Die Konstruktionsfehler des Euro sind die unterschiedliche Wettbewerbsfähigkeit der Länder bei fehlenden Ausgleichsmechanismen Zins und Währung; wir haben einen Haftungsverbund, aber keine einheitliche politische Führung. Eine strukturelle Lösung, die sich in der politischen Landschaft abspielen muss, ist nirgendwo zu sehen.“

Auch bei der Wettbewerbsfähigkeit hätten tatsächlich nur Spanien und Portugal erste Fortschritte gemacht, stimmt Chris-Oliver Schickentanz, Chefstrategie der Commerzbank, zu: „Doch selbst die haben noch eine große Wegstrecke vor sich. Länder wie Italien und Frankreich haben damit noch gar nicht begonnen.“ Der einzige Lichtblick: „Es kommen sehr viele Zuwanderer aus Spanien, Italien und Griechenland zu uns.“



## „Auch ein Aktienboom ließe sich fundamental durchaus begründen.“ Oliver Borgis.

Dass Mobilität in Europa heute besser funktioniert als in der Vergangenheit, macht Hoffnung“, überlegt Oliver Borgis, Leiter der Vermögensverwaltung bei der Weberbank.

Trotzdem bleibe Europa latent gefährdet, warnen die Experten der Lerbacher Runde. „Der Beweis, dass das Krisenthema wirklich durch ist, steht noch aus“, meint Michael Reuss. Und Ralf Bringmann ergänzt: „Frankreich ist aktuell der größte Problemfall. Sollte es zum Beispiel zu einer Ratingabstufung Frankreichs kommen, ist die Unruhe schnell zurück.“

Das dritte Problemkind ist die Inflation. Befragt, ob die Notenbankpolitik zu steigenden Preisen in der Eurozone führen würde, antwortet die Runde fast einhellig mit Ja. In der Regel erwarten die Experten mittelfristig Preissteigerungsraten zwischen drei und fünf Prozent. „Wären wir vor drei Jahren gefragt worden, hätten die meisten von uns wohl gesagt, eine derartige Geldpolitik reiche auch für mehr. Aber jetzt zeigt die Realität, dass sich Inflation eben doch nicht so leicht erzeugen lässt“, erklärt Christian Jasperneite. „Wenn Sie den offiziellen Preisindizes glauben“, schmunzelt Klaus Ehler: „Die Warenkörbe vermögender Personen sehen anders aus. Die spüren die Teilenteignung längst, falls sie sich nicht in Sachwerten positioniert haben, die im Preis mitgestiegen sind.“

Was ist nun zu tun?

„In Zukunft ist klar: Wer kein Risiko eingeht, verliert. Aber zu viel Risiko einzugehen, ist ebenfalls falsch“, erklärt Nicolas von

Loeper, Vorstand beim Bankhaus Sal. Oppenheim: „Wir müssen deshalb zunächst besprechen, wie viel an Schwankungen der vermögende Privatkunde wirtschaftlich und emotional aushalten kann. Daraus ergibt sich sein Risikobudget.“ „Im nächsten Schritt“, ergänzt Michael Will, „ist dann zu klären, wie dieses Budget genutzt wird und ob der Anleger in den einzelnen Anlageklassen für das Risiko ausreichend entschädigt wird.“

Besonders kritisch sehen die Experten in diesem Zusammenhang aktuell den Zinsbereich. „Alles, was noch drei oder vier Prozent bringt, wird fast unbesehen gekauft“, informiert Bernd Schrüfer vom Family Office Lucatis, „der Anteil an Unternehmensanleihen schlechter Schuldner in vielen Depots ist unvernünftig hoch. Ein Ausfall reicht, um die ganze Überrendite der nächsten 20 Jahre zu vernichten. Das ist verrückt.“ „Eine mögliche Alternative wäre es, stärker auf Absolute-Return-Strategien zu setzen“, erklärt von Loeper. Auch der Rat des Vorjahres, die Aktienquote zu erhöhen, habe immer noch Gültigkeit. Allerdings, wie Michael Reuss meint, „unter dem Motto: kontrollierte Offensive“. „Die Aktienmärkte sind zwar insgesamt historisch betrachtet nicht teuer, aber auch hier gibt es vereinzelt schon Übertreibungen“, analysiert Ralf Mielke, Bank Sarasin: „Die momentan überall favorisierten Dividentitel sind mittlerweile größtenteils schon ziemlich hoch bewertet. Wenn nicht bald bessere Nachrichten von der Konjunktur kommen, ist da eigentlich eine Korrektur überfällig.“

„Keine Sorge, das wird schon“, beruhigt Karsten Tripp, Chefstrategie bei HSBC Trinkaus & Burkhardt, „in Europa dürfte das Wachstum zwar weiter schwach bleiben, aber immerhin hilft die globale Wirtschaft etwas. Ich bin ziemlich sicher, dass wir im dritten Quartal erste positive Signale sehen werden.“ Besonders beeindruckend sei die Konjunkturwende in den USA: „Der Immobilienmarkt dort hat gedreht. Die Bilanzen vieler privater Haushalte sind saniert. Da kann jetzt ein neuer Verschuldungs- und Konsumzyklus in Gang kommen.“

Außerdem hätten die Amerikaner noch einen Joker im Ärmel: Fracking. „Wenn die USA dank der Technologie zum Abbau von Schiefergas vom Ölimporteure zum Ölexporteur würden, wäre das ein Riesen-Konjunkturprogramm“, erläutert Daniel Fechtelperter, Lampe Bank. „Dank der niedrigen Energiepreise berücksichtigen global agierende Firmen die USA jetzt in ihrer Standort- und Produktionsstättenplanung“, ergänzt Klaus Ehler. Und Angermann folgert: „Künftig werden die USA die Weltkonjunktur auch deshalb wieder positiv beeinflussen.“

Auch die Entwicklung Chinas gefällt den Experten: „Dass die Politik dort von Exportförderung auf Binnenmarktstärkung umschwenkt, mag vielleicht kurzfristig etwas Wachstum kosten“, erläutert Roland Jauch, Walser Wertemanufaktur, „aber langfristig wird der Wachstumspfad so sehr viel stabiler und nachhaltiger.“ Doch nicht nur deshalb rät Karsten Tripp, jetzt stärker auf Schwellenländeraktien zu setzen. „Im Vergleich zu den Wachstumsaussichten sind Emerging Markets generell zurzeit einfach sehr billig.“

Dabei lohne es sich, Fondsmanager zu suchen, die bei der Aktienauswahl Können bewiesen hätten, meint Michael Fabricius, Fabricius Vermögensverwaltung: „Aktive Manager haben im letzten Jahr ein Comeback erlebt. Das wird so bleiben.“ Eine besonders interessante Spielwiese, glaubt Hermann Wonnebauer, würden diese dann in Südeuropa finden. Derzeit werden in der EZB zusätzliche kreative Maßnahmen diskutiert, um die Kreditklemme in der Peripherie zu überwinden: „Die verschuldeten Firmen dort würden davon am meisten profitieren. Sie könnten sich dann günstiger refinanzieren.“

Insgesamt befinden sich Aktienanleger offenbar doch in einer ziemlich komfortablen Situation. „Solange die Konjunktur

schwach ist, hilft die Liquidität. Falls sich die Wirtschaftslage bessert, werden die Notenbanken zunächst abwarten und die Liquidität dann nur sehr, sehr vorsichtig entziehen. Dann würde die Gewinnfantasie stützen“, sagt Schickentanz.

Plötzlich legt die Lerbacher Runde doch noch die lange gehegte Vorsicht ab. „Vielleicht wird ja das nächste Jahr viel besser als erwartet. Die große Rotation von den Zinspapieren zur Aktie hat ja noch gar nicht begonnen“, erklärt Daniel Fechtelperter. „Erst konnten Anleger mit Bundesanleihen gutes Geld



verdienen. Dann mit Unternehmensanleihen. Heute sehen im Vergleich dazu Aktien fast schon konservativ bewertet aus. Wenn das einmal losgeht ...“ „Begründen ließe sich auch ein Aktienboom leicht“, stimmt Oliver Borgis zu: „Je mehr wir akzeptieren, dass das Zinsniveau langfristig so niedrig bleibt, desto mehr spricht für eine deutliche Ausweitung der Kurs-Gewinn-Verhältnisse. Da ist noch viel Luft.“

„Vor einigen Jahren gab es die Prognose des sogenannten ‚Digital Divide‘ – der Spaltung der Gesellschaft zwischen denen, die das Internet würden nutzen können, und den anderen“, überlegt Michael Fabricius: „In Zukunft wird es in Analogie dazu vielleicht einen ‚Financial Divide‘ geben – er unterscheidet jene, die die komplexe Finanzindustrie verstehen und eine attraktive Balance zwischen Rendite und Rendite finden, von den übrigen.“ Konkrete Strategien diskutiert die Lerbacher Runde auf den folgenden Seiten. □

Text: Klaus Meitinger, Gerd Hübner

# Absolute Return – no risk, nur fun?

*In einer Zeit, da Zinspapiere kaum mehr Ertrag bringen und Aktienkurse hohen Schwankungen unterliegen, verlangen vermögende Investoren nach neuen Anlageideen. Ist Absolute Return die Lösung – eine Strategie, die darauf abzielt, unabhängig von den Kapitalmärkten Erträge oberhalb des risikofreien Zinssatzes zu erwirtschaften? Die Lerbacher Runde diskutiert.*



„In den letzten drei Jahren waren die Ergebnisse dieser Anlagestrategie fast schon erschreckend gut“, erzählt Klaus Ehler, Gründer der Metis Treuhand, und spricht dabei ganz leise. „Wir liegen beim durchschnittlichen Ertrag per annum oberhalb von sechs Prozent. Zwischenzeitliche Rückschläge haben nie mehr als drei Prozent ausgemacht. Das ist beeindruckend.“

Willkommen in der Welt des absoluten Ertrags. In einer Welt, in der es egal ist, ob die Kurse steigen oder fallen. In der es allein auf die besonderen Fähigkeiten des Fondsmanagers ankommt.

„Stellen Sie sich vor, ein Manager ist extrem erfolgreich in der Aktienausswahl“, erklärt Hermann Wonnebauer, Vorstand der Zürcher Kantonalbank Österreich, das Prinzip: „Der könnte zum Beispiel einen sogenannten Long/short-Aktienfonds anbieten.“ Der Manager analysiert dabei in einem bestimmten Segment Aktien und unterteilt sie zunächst in zwei Gruppen: die besonders aussichtsreichen und die am wenigsten attraktiven. Im zweiten Schritt leiht er sich die unattraktivsten Aktien von einer Bank oder einem Broker und verkauft sie sofort an der Börse. Den Käuferlös investiert er in seine aussichtsreichsten Papiere. Am Ende des Tages veräußert er diese wieder, kauft mit dem Erlös die geliehenen Aktien und gibt sie an den Verleiher zurück. „Entscheidend für den Erfolg ist nur, dass seine ‚Favoriten‘ in diesem Zeitraum besser abgeschnitten haben als seine ‚Verlierer‘ – unabhängig davon, ob die Aktienmärkte haussieren oder kollabieren“, erläutert Wonnebauer.

Ähnliche Strategien sind in allen möglichen Segmenten des Kapitalmarkts denkbar – im Zinsbereich, im Rohstoffsektor oder bei Währungen. Ein diversifiziertes Depot daraus – so die Idee – könne durchaus die Rolle des Ankers im Portfolio spielen, den bisher Zinspapiere eingenommen haben. „Die Perspektiven eines gut selektierten Absolute-Return-Portfolios sind heute sowohl

beim Ertrag als auch beim Risiko besser als bei Bundesanleihen“, überlegt Ehler. „Wir investieren deshalb bei aufgeklärten Kunden bis zu 30 Prozent des Depots in diese Anlagen“, ergänzt Oliver Borgis, Leiter der Vermögensverwaltung bei der Weberbank.

Dabei, relativiert Michael Reuss vom Vermögensverwalter Huber, Reuss und Kollegen, dürften die Erwartungen allerdings nicht zu hoch gehängt werden: „Dass diese Strategien de facto ohne Kapitaleinsatz umgesetzt werden können, ist ein wesentlicher Grund, warum sie in den letzten Jahren so gut gelaufen sind. Das Geld der Investoren dient ja zunächst nur der Bank oder dem Broker als Sicherheit. Es wird darum meist in kurz laufende Bundesanleihen angelegt. Die sind zuletzt stark im Kurs gestiegen und haben so einen Zusatzertrag gebracht. Doch in Zukunft fällt das wohl weg.“

Schon eine Rendite zwischen drei und vier Prozent ohne größeres Risiko wäre allerdings im aktuellen Umfeld ein Erfolg. „Und das ist machbar“, meint Markus Küppers, Oppenheim Vermögenstreuhand. Wichtigste Voraussetzung beim Aufbau eines Absolute-Return-Portfolios sei es, dass die jeweiligen Manager verschiedene Anlageklassen bearbeiten: „Ich würde mich nie darauf einlassen, eine singuläre Zins- oder Aktienstrategie zu machen. Weil der Ertrag dann immer nur aus einer Quelle kommen kann. Damit Absolute Return funktioniert, brauchen Sie viele Motoren, viele Kolben, viele Zylinder.“

Dennoch sind einige Teilnehmer der Runde skeptisch. „Wir sehen eine Vielzahl von Strategien aus der Kategorie Absolute Return. Entscheidend sind für uns immer die Manager und ihre langfristige Performance. Von einigen sind wir überzeugt, bei vielen steht allerdings der Beweis noch aus, dass die Strategie nachhaltig funktioniert“, meint Bernd Schrüfer vom Family Office Lucatis.

Tatsächlich wurden in der Vergangenheit viele Absolute-Return-Ansätze angeboten, die offensichtlich nicht halten konnten, was sie versprochen. „Diese Strategien funktionieren eben oft nur eine Zeit lang. Wenn sie dann Erfolg hatten, bekamen sie zu viel Anlegerkapital und konnten damit nicht umgehen“, erklärt Wonnebauer. Oder die Fondsmanager behaupteten nur, vom Markt unabhängige Renditen zu erzielen. „Als im Jahr 2011 die Kurse an den Märkten fielen, hat sich gezeigt, dass sie doch irgendwie am Tropf der Börsen hingen“, informiert Borgis: „Viele waren außerdem mit der Geschwindigkeit der Marktbewegung und den Über-Nacht-Risiken überfordert.“

Die Kunst ist es darum, die fähigen Manager zu identifizieren. „Erfahrungsgemäß haben nur zehn bis 20 Prozent dauerhaft Erfolg“, informiert Michael Fabricius, Fabricius Vermögensverwaltung. Zum Glück machen es die Turbulenzen Vergangenheit leichter, die Spreu vom Weizen zu trennen. „Wir haben in verschiedenen Anlageklassen – Aktien, Rohstoff, Kredit – in den letzten fünf Jahren derart viele Verwerfungen gehabt, dass ich, bezogen auf einzelne Stresssituationen, heute den Manager genau fragen kann: Was hast du da gemacht? Wie hast du dich positioniert? Wie hast du auf bestimmte Ereignisse reagiert? Das macht die Analyse leichter“, erklärt Klaus Ehler.

Weil auch ein sehr guter Absolute-Return-Manager zeitweise Verluste machen könne, sei es ebenso wichtig, genau zu hinterfragen, wie er in Phasen arbeitet, in denen seine Strategie nicht aufgeht. „Dabei sind drei Punkte entscheidend“, meint Küppers: „Disziplin, Disziplin, Disziplin. Ein guter Absolute-Return-Manager braucht einen klaren Plan, um das Verlustpotenzial schnell abzuschneiden, falls seine Entscheidungen sich als falsch herausstellen.“

Um sich über diese Fähigkeit eine Meinung zu bilden, analysieren die Profis den sogenannten Maximum Drawdown. Diese Größe zeigt, wie viel der Manager in der Vergangenheit im schlimmsten Fall verloren hat. „Wie weit lässt er das Portfolio fallen? Wann zieht er die Reißleine?“, erklärt Ehler. „Wir setzen natürlich darauf, dass dieses Muster auch in der Zukunft Bestand hat.“ Auf Basis derartiger Analysen können dann tatsächlich sehr risikoarme Portfolios konstruiert werden. „Wer in mehrere dieser Manager investiert, hat ja ein extrem gut diversifiziertes Depot. Wenn sie sauber arbeiten, gibt es keinen Grund, warum ihre Ergebnisse irgendwie korreliert sein sollten. Sie werden also mit hoher Wahrscheinlichkeit nicht alle in einer bestimmten Phase Verluste produzieren“, erklärt Küppers.

„Im Anlagemanagement“, überlegt Nicolas von Loeper, Sal. Oppenheim, „erfordert das ganz neue Kompetenzen: Sie brauchen nicht mehr nur den Makro-Strategen oder den eigentlichen Portfoliomanager. Sondern auch Analysten, die Manager selektieren und ihre Stile hinterfragen können.“ Das sei herausfordernd, aber auch eine echte Chance für die Branche: „Mit Benchmarkfreien Investmentkonzepten können wir den passiven ETFs echten Mehrwert entgegenhalten und uns Marktschwankungen durch Kompetenz entziehen.“ Entscheidend dabei sei es, mit dem Kunden herauszuarbeiten, was Absolute Return leisten könne – und was nicht. „Diese Manager sind keine Hedgefonds-Artisten, die versprechen, jedes Jahr zweistellige Renditen zu liefern, egal was die Märkte machen“, erläutert von Loeper, „aber sie bringen deutlich mehr Ruhe ins Depot.“ Viele Anleger könnten allerdings von den Ergebnissen kurzfristig enttäuscht sein. „Wenn die Aktienkurse steigen, will doch jeder den DAX haben. Das Absolute-Return-Depot bringt aber auch dann ‚nur‘ drei bis vier Prozent“, erklärt Michael Reuss: „In diesem Moment kommt es oft zum Schwur. Dann überlegen viele, ob sie nicht die Aktienquote hochfahren sollen. Das ist ein typischer Fehler, der Vermögen vernichtet.“

#### // Absolute Return – das Fazit der Lerbacher Runde.

„Absolute Return ist eine faszinierende Idee, aber nicht der alleinige Weg zum Glück. Diese Strategien sind ein wichtiger Baustein im Depot und werden in der Null-Zins-Ära auch mehr Bedeutung bei Investoren erhalten, die regelmäßige, planbare Erträge benötigen. Wer einen längeren Anlagehorizont und eine höhere Risikotragfähigkeit hat, sollte aber auch weiter direkt in die verschiedenen Märkte investieren“, fasst Michael Fabricius zusammen.

#### // Manager-Selektion – so finden Sie interessante Fonds.

**01. Rendite testen.** „Der Ertrag sollte möglichst stabil sein – auch in Marktkrisen – und der ursprünglichen Zielsetzung des Fonds entsprechen. Die meisten guten Fonds liegen regelmäßig drei bis fünf Prozentpunkte über dem Geldmarktsatz“, erklärt Oliver Borgis. Wichtig ist dabei auch, wie lange der Manager seine Methode schon nachweislich eingehalten hat. „Es sollten mindestens drei Jahre gewesen sein“, macht Michael Fabricius klar.

Danach, so Markus Küppers, müsse geprüft werden, ob der Manager seinen Ertrag wirklich unabhängig von der Börsenentwicklung erwirtschaftet hat: „Das lässt sich quantitativ ermitteln, indem Sie die Korrelationen zu den jeweiligen, der Strategie zugrunde liegenden Märkten berechnen. Sie können so genau sehen, ob er zum Beispiel in Momenten besonders gut abgeschnitten hat, in denen zum Beispiel kleine Werte oder Schwellenländer besonders gut gegangen sind. Das wollen Sie ja gerade nicht.“

**02. Hebel prüfen.** Sollen zwei Fonds verglichen werden, geht es nicht allein um deren Ertrag. Sondern auch darum, mit wie viel Risiko dieser erwirtschaftet wurde. Durch Fremdkapital kann jede Strategie nach oben gehebelt werden. Nur wenn dieser Faktor berücksichtigt wird, ist ein fairer Vergleich möglich.

**03. Verlustrisiko minimieren.** Wie geht der Manager mit dem Thema Risiko um? Wann verkauft er, wenn sich zeigt, dass seine Entscheidung falsch war?

**04. Kontrahentenrisiko beachten.** „Bei diesen Strategien“, erklärt Oliver Borgis, „wird viel mit Derivaten gearbeitet. Wie kreditwürdig die Gegenpartei dabei ist, können Sie als Anleger nur schwer kontrollieren. Lassen Sie sich erklären, wie der Manager dieses ‚Counterparty-Risiko‘ minimiert.“

**05. Personenrisiko reduzieren.** „Wenn allein die Intelligenz des Managers die Quelle des Erfolgs ist, müssen Sie Vorkehrungen treffen, was zu tun ist, sollte dem Manager etwas zustoßen oder er – was wahrscheinlicher ist – das Unternehmen wechseln“, erläutert Michael Fabricius.

**06. Qualität checken.** „Auch der persönliche Eindruck der handelnden Personen zählt“, sagt Nicolas von Loeper. „Sie sollten ein Gefühl bekommen, wie er mit Stresssituationen umgeht. Denn irgendwann wird er Stress bekommen.“

**07. Fondsgröße beachten.** „Kleine und junge Fonds sind grundsätzlich aussichtsreicher“, meint Hermann Wonnebauer, „diese Fonds sollten möglichst früh in ihrem Lebenszyklus identifiziert werden. Hinterfragen Sie auch, ob die Strategie mit höherem Volumen erfolgreich umgesetzt werden kann.“ □

# Zinspapiere – hier winken noch reale Erträge.



*Die Liquiditätsflut der Notenbanken hat die Kurse im Zinsbereich extrem nach oben getrieben. Dennoch können Investoren aufgrund der kalkulierbaren laufenden Erträge nicht ganz auf die Anlageklasse Anleihen verzichten. Die Experten der Lerbacher Runde diskutieren, wie Anleger im Zinsbereich reale Renditen erzielen und dabei zugleich Risiken begrenzen können.*

„Viele Anleger, die heute noch hoch verzinste Bundesanleihen aus den Jahren vor 2000 im Depot haben, wännen sich auf der sicheren Seite“, erzählt Roland Jauch, geschäftsführender Gesellschafter der Walser Wertemanufaktur, „doch wer nüchtern rechnet, sieht schnell: Auch bei diesen Papieren ist die Rendite auf Endfällig heute so niedrig, dass damit nach Abzug von Steuern und Inflation der reale Wert des Vermögens schrumpft.“

Bundesanleihen vernichten Kapital. „Angenommen, Sie besitzen ein Papier aus dem Jahr 2004 – Laufzeit bis 2024, 6,25 Prozent Kupon. Dieses Papier notiert bei 148 Euro und wird in elf Jahren zu 100 zurückbezahlt“, erklärt Jauch. „Ihre Rechnung sieht nun folgendermaßen aus: Vom Kupon gehen zunächst die Steuern ab. Bleiben netto noch etwas mehr als 4,5 Prozent. Gleichzeitig bewegt sich der Kurs der Anleihe zwingend Richtung 100 – in jedem Jahr um etwa 4,4 Prozent. Damit ist Ihr Ertrag vor Inflation minimal, nach Berücksichtigung der Preissteigerung ist er negativ.“

Dazu kommt ein weiteres Problem. „Für immer mehr Investoren werden italienische oder spanische Staatspapiere wieder zu einer Konkurrenz für Bundesanleihen“, macht Karsten Tripp, Chief Investment Officer von HSBC Trinkaus & Burkhardt, klar. „Endet diese Flucht in Qualität, springt das Wachstum an oder fällt die Inflation künftig höher aus, werden die Renditen klettern und zu Kursverlusten bei Bundesanleihen führen.“

Wer im Zinsbereich künftig positive reale Erträge erwirtschaften will, muss umdenken – ohne Risiko geht es nicht. Wo finden Anleger noch auskömmli-

che Renditen? Und worauf müssen sie bei der Strukturierung ihres Rentenportfolios achten, um die Risiken gering zu halten? Die Experten der Lerbacher Runde nehmen einzelne Alternativen am Bondmarkt unter die Lupe.

## // Unternehmensanleihen

Grundsätzlich bieten Anleihen von Schuldern mit guter Bonität kaum noch attraktive Renditeaufschläge – die Finanzanalysten sprechen von Spreads – im Vergleich zu Bundesanleihen. Deshalb sollten Investoren deren Gewicht im Depot jetzt reduzieren. „Zum Teil bieten die Aktien der jeweiligen Firmen deutlich höhere Dividendenrenditen. In diesen Fällen sollten Anleger die Aktie lang laufenden Anleihe vorziehen“, meint Ralf Mielke, Leiter Investment Management bei der Bank Sarasin.

Nur wer sich abseits der üblichen Pfade bewegt, findet vereinzelt noch interessante Papiere. Mielke nennt zum Beispiel sogenannte Hybridbonds, nachrangige Anleihen mit sehr langen Laufzeiten. Die Renditeaufschläge von Tier-2-Anleihen, sogenanntes Ergänzungskapital, liegen hier immer noch bei ein bis zwei Prozentpunkten. Bei Schuldnern aus dem Finanzsektor und im Tier-1-Bereich, dem Kernkapital, liegt die Rendite vereinzelt bei 4,5 bis fünf Prozentpunkten. „Allerdings müssen Anleger mit hohen Kursschwankungen, zum Teil vergleichbar mit denen von Aktien rechnen. Und sie sollten genau hinschauen, wem sie ihr Geld geben“, sagt Mielke. Er empfiehlt in diesem Bereich nur Schuldner bester Bonität und eine nicht zu hohe Depotgewichtung.

Ein Spezialbereich sind die sogenannten High-Yield-Bonds – Anleihen unsicherer Schuldner mit vergleichsweise hohen Kupons. In der Vergangenheit brachten diese Papiere oft zweistellige Renditen, jetzt liegen sie gerade noch bei fünf bis sechs Prozent. „Das scheint zwar wenig“, analysiert Alexander Daniels, Knapp Voith Vermögensverwaltung in Hamburg, „der Spread zu Bundesanleihen war in Europa über alle Laufzeiten hinweg aber immer bei rund fünf Prozent. Das entspricht dem historischen Durchschnitt.“ „Ähnliches gilt für den US-High-Yield-Markt“, informiert Franz Angermann, UBS Deutschland: „Auch dort sehen wir Spreads von 450 bis 470 Basispunkten.“ Etwa fünf Prozent Rendite pro Jahr seien mit diesen Papieren noch drin. „Die ganz große Party in diesem Marktsegment ist zwar vorbei, eine breite Überbewertung kann ich aber nicht feststellen“, fasst Daniels zusammen.

Entscheidend für den Anlageerfolg sei es, die Qualität der Schuldnerfirmen genau zu analysieren. „Wir haben ein Modell entwickelt, in dem wir 25 Kennziffern untersuchen und dann die einzelnen Papiere bewerten. So finden wir sowohl bei sehr schlechten Schuldnern als auch bei nicht gerateten Emitenten immer noch Papiere, die ein Investment rechtfertigen“, erläutert er. Beispiele dafür seien der mit B- geratete Stahlhändler Schmolz & Bicken-

bach, dessen bis 2019 laufende Anleihe eine Rendite von zehn Prozent bringt. Oder die bis 2015 laufende, nicht geratete Vestas-Anleihe, die immerhin 6,4 Prozent auf Endfälligkeit bietet.

Dennoch müsse klar sein, dass mit sinkenden Renditen die Risiken in diesem Bereich deutlich zugenommen haben. „Vor allem, weil diese Titel meist sehr eng und illiquide sind“, mahnt Michael Will, Leiter Investment Advisory von der Bethmann Bank. „Wenn plötzlich alle verkaufen, weil sich das Umfeld verschlechtert, können die Kurse schnell in den Keller gehen.“ Daniels rät deshalb, die Risiken durch eine breite Streuung zu begrenzen: „Einzelne Hochzinstitel sollten nicht mehr als zwei bis 2,5 Prozent am Portfolio ausmachen. Außerdem favorisiere ich kurze Laufzeiten, um das Risiko von Kursverlusten im Fall steigender Zinsen am Gesamtmarkt zu begrenzen.“

#### // Emerging-Market-Bonds

Unternehmens- und Staatsanleihen aus Schwellenländern werden den Papieren aus den Industrienstaaten vorgezogen. „Viele dieser Staaten haben niedrige Verschuldungsquoten und solide Staatsfinanzen“, erklärt Franz Angermann, „da mache ich mir um die Rückzahlung deutlich weniger Sorgen als im Fall verschiedener westlicher Nationen oder Peripheriestaaten.“ Derzeit bringen in Dollar begebene EM-Staatsanleihen einen Renditeaufschlag von 2,75 Prozentpunkten gegenüber zehnjährigen US-Treasuries, bei Corporate Bonds sind es 3,2 Prozentpunkte. „Wir favorisieren aktuell Brasilien, Russland, Indien und Südkorea“, erläutert Angermann. Auch das wirtschaftliche Umfeld sei vielversprechend: „Wir sehen eine Mischung aus leicht rückläufigen Wachstumsraten, sinkenden Inflationsraten und dem Trend zu einer Verbesserung der Bonität.“ Mittelfristig, vermutet Roland Jauch, könnten die Renditen dort weiter sinken: „Die Kurse dieser Anleihen würden dann steigen.“

Interessant ist auch der Qualitätsunterschied bei Neuemissionen. „In den Schwellenländern sind darunter sehr viele Papiere mit erstklassigen Ratings. Nur wenige Neuemissionen liegen unterhalb des Investment-Grade-Bereichs. In den Industriestaaten ist es genau umgekehrt“, informiert Tripp.

Eine zusätzliche Renditequelle ist die Währung. Schließlich sind viele der Papiere in der jeweiligen Landeswährung notiert. Galt dies vor Jahren noch als Malus, sehen viele Investoren darin heute einen Pluspunkt. „Aufgrund der guten Rahmendaten und als Absicherung gegen eine erneute Verschärfung der Eurokrise ist eine Beimischung von Emerging-Market-Anleihen in lokaler Währung sinnvoll“, meint Jauch. Er empfiehlt, dem Rentenportfolio insgesamt mindestens zehn bis 15 Prozent Emerging Markets beizumischen.

#### // Katastrophen-Bonds

Mit Cat-Bonds, auch Insurance Linkers genannt, sichern sich Rückversicherer gegen den Eintritt von Katastrophen wie Erdbeben oder Überschwemmungen ab. Anleger bekommen eine regelmäßige Zinszahlung sowie die Rückzahlung

der Anleihe am Laufzeitende – sofern das versicherte Ereignis nicht eingetreten ist. „Diese Papiere sind interessant, weil ihre Kursentwicklung keine Korrelation zum Kapitalmarkt aufweist. Außerdem bieten sie attraktive Erträge um fünf Prozent“, informiert Will. Das Risiko: „Wenn das versicherte Ereignis während der Laufzeit eintritt, ist die Anleihe entweder zum Teil betroffen oder sie wird, im schlimmsten Fall, komplett zur Deckung des Schadens herangezogen.“ Er empfiehlt Anlegern deshalb, breit über viele verschiedene Bonds zu streuen, denen unterschiedliche Katastrophenrisiken zugrunde liegen.

#### // Mezzanine-Kapital

Anleger geben dabei Kapital an Projektentwickler, die zum Beispiel eine Gewerbeimmobilie bauen. „In diesen Bereichen sind Banken inzwischen kaum noch tätig“, informiert Roland Jauch: „Deshalb müssen sich Projektentwickler oft über den Kapitalmarkt finanzieren.“ Die Chance für Anleger: Das Kapital ist meist nur ein bis zwei Jahre bis zur Fertigstellung des Projekts gebunden, und die Renditen liegen bei zehn bis 15 Prozent. Der Pferdefuß: „Das Investment erfordert einen sehr guten Zugang zu den meist regionalen Projektentwicklern“, erklärt Jauch, „und es ist riskant. Bei einem Ausfall des Projektentwicklers haftet dieses Kapital in der Regel vor dem Fremdkapital. Investoren sollten den Entwickler und seine Erfolgsbilanz darum sehr gut kennen.“

#### // Inflationsindexierte Anleihen

Diese Anleihen beinhalten einen Inflationsschutz. Steigt die Teuerungsrate, klettern Nominalverzinsung und Rückzahlungskurs entsprechend. „Sie sind vor allem für Investoren interessant, die real kein Geld verlieren wollen und mit einem Anstieg der Inflationsrate rechnen“, erläutert Mielke. Konkret liegt die Break-even-Inflationsrate siebenjähriger inflationsgeschützter Bundesanleihen zum Beispiel derzeit bei rund 1,45 Prozent. Für alle, die für diesen Zeitraum eine höhere Inflationsrate erwarten, sind diese Papiere interessant. „Allerdings kann das Vermögen damit nur gegen steigende Inflationsraten abgesichert werden. Als Basisanlage zur Erzielung ordentlicher Erträge eignen sich inflationsgeschützte Papiere eher nicht“, fasst Mielke zusammen. Aus Diversifikationsgründen sei eine Beimischung aber durchaus sinnvoll.

#### // Das Fazit der Lerbacher Runde

Die Kapitalmarktzinsen befinden sich weltweit nahe historischer Tiefstände. Anlagen in festverzinsliche Wertpapiere haben deshalb in der Vergangenheit hohe Erträge gebracht. „Das ist vorbei“, warnt Ralf Mielke, „deren Depotanteil sollte deshalb deutlich zurückgefahren werden.“ Interessante Papiere finden sich vor allem noch in den Schwellenländern und vereinzelt im Hochzinsbereich. Die größte Gefahr sei es, diese riskanteren Anlagen auf der Suche nach Erträgen zu hoch zu gewichten. Um das Risiko von Kursverlusten gering zu halten, sollte vor allem auf kurze Laufzeiten gesetzt werden. □

# Aktienmärkte – intelligente Strategien.

*Es ist Party-Time. Große, international beachtete Aktienindizes wie der DAX, der S&P 500 oder der Dow Jones haben im Mai ihre alten Höchststände übertroffen. Zünden diese Märkte jetzt die nächste Raketenstufe? Oder sind sie mittlerweile schon viel zu weit gestiegen? Auf ihrer verzweifelten Suche nach Erträgen kaufen Anleger vor allem Dividendenwerte. Deshalb sind diese Titel nicht mehr günstig. Wie lange kann dieser Trend anhalten? Gibt es Alternativen, um im Aktienbereich Zusatzträge zu erwirtschaften? Und wie können sich Investoren gegen Risiken absichern? Die Lerbacher Runde nimmt die internationalen Aktienmärkte unter die Lupe.*



„Das absolute Kursniveau gibt doch überhaupt keine Indikation dafür, ob Aktien billig oder teurer sind. Rekorde interessieren mich deshalb überhaupt nicht. Allein die Bewertung zählt“, winkt Frank Naab, Leiter der Vermögensverwaltung des Bankhauses Metzler, ab. Weil auch die Gewinne der Firmen in den letzten Jahren deutlich gestiegen seien, so die Lerbacher Runde, könne von einer Überhitzung an den Aktienmärkten derzeit nicht gesprochen werden. „Mit einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von zwei und einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von 14 ist zum Beispiel der amerikanische Aktienmarkt im historischen Vergleich keineswegs übertrieben hoch bewertet“, rechnet Frank Naab vor. Schließlich hätten diese Kennzahlen im Durchschnitt der vergangenen 50 Jahre bei drei und ebenfalls bei etwa 14 gelegen: Diese Zahlen zeigen aber auch, dass Aktien heute keine Schnäppchen mehr sind. „Die Gewinnschätzungen der Analysten sind zuletzt etwas zurückgekommen. Insofern halten wir Aktien derzeit für realistisch und fair gepreist“, meint Christian Jasperneite, Chief Investment Officer von M.M. Warburg.

Weitere deutliche Kursgewinne, überlegt Chris-Oliver Schickentanz, Chief Investment Officer der Commerzbank, werde es nur dann geben, wenn die Erträge der Firmen weiter klettern: „Dazu brauchen wir die Unterstützung der Konjunktur. Dass die im zweiten Halbjahr kommt, halte ich für wahrscheinlich.“ „Die nächsten Monate könnten noch ein bisschen wackelig werden, aber auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten sind wir positiv gestimmt“, folgert Christian Jasperneite. „Bei Rückschlägen kaufen“, gibt Frank Naab stellvertretend für die Runde als Losung aus.

## // Sind Dividentitel noch die richtige Wahl?

Etwas ist diesmal offenbar anders. „Wir untersuchen regelmäßig, in welchen Marktphasen welche Sektoren besonders gut abschneiden, um daraus Schlüsse für die Gesamtmarktentwicklung zu ziehen“, erzählt Christian Jasperneite. Dabei hätte sich gezeigt: „Wenn defensive Werte besonders gut abschnitten,

war dies stets ein Warnsignal.“ Seit einiger Zeit aber würden defensive Titel weltweit im Kurs steigen, doch die Aktienmärkte jagen dennoch von Rekord zu Rekord. „Die Erklärung liegt in der Jagd nach Dividenden“, erläutert Ralf Bringmann, Vorstand der DZ Privatbank: „Defensive Werte weisen meist hohe Dividendenrenditen auf. Sie werden deshalb von Anlegern gekauft, die regelmäßige, reale Einkommensströme suchen und diese am Anleihemarkt nicht mehr finden. Diesmal könnte es eher so sein, dass die sogenannten Value-Titel vorlaufen, und der Gesamtmarkt dann nachzieht.“

Tatsächlich sind Coca-Cola, Nestlé und Konsorten inzwischen ganz schön ambitioniert bewertet. „Mit KGV von 18 oder mehr bezogen auf die Gewinnerwartungen in diesem Jahr sind solche Value-Titel längst nicht mehr günstig“, urteilt Daniel Fechtelpeter, Leiter des zentralen Anlagemanagements beim Bankhaus Lampe. Chris-Oliver Schickentanz bescheinigt ihnen deshalb in Zukunft auch nur unterdurchschnittliches Potenzial: „Es handelt sich dabei vor allem um Konsumgüteraktien. Deren Wachstumsfantasie ist begrenzt, eine deutliche Gewinnsteigerung, die einen weiteren Kursanstieg rechtfertigen würde, ist nicht zu erwarten.“ „Das Einzige, was derzeit noch für die Werte spricht“, ergänzt Gottfried Urban, Vorstand der Neue Vermögen, „ist das Momentum, die aktuelle Stimmung der Anleger.“

Die bessere Alternative sieht Schickentanz heute in den Aktien zyklischer Unternehmen. „Wenn wir mit unserer Grundthese, dass die Konjunktur wieder anspringt, recht behalten, werden diese Titel besser laufen.“

## // Welche Märkte sind aussichtsreich?

Aktuell bescheinigen die Experten dem europäischen Aktienmarkt das größte Potenzial. „Europa hinkt anderen Märkten hinterher“, stellt Naab fest. „Aufgrund der Eurokrise hat sich zum Beispiel zu den USA ein deutlicher Bewertungsabschlag aufgebaut. Für mich ist Europa der Markt, der bis Mitte 2014

das größte Überraschungspotenzial bietet.“ Auch Fechtelpeter beurteilt Europa positiv. „Europäische Aktien sind günstig. Wenn sich die Konjunktur nur stabilisiert, werden hier auch die Kurse wieder anspringen.“ Das gelte zwar vor allem für Peripheriestaaten. „Deutschland bleibt aber in einem solchen Umfeld für uns ein Kernmarkt“, sagt der Experte weiter.

Neben dem europäischen Markt sollen auch die Emerging Markets im Aktiendepot ein größeres Gewicht erhalten. „In Asien zum Beispiel verfolgen wir eine Dividendenstrategie“, sagt Naab. „Schließlich bezahlen viele großen Unternehmen dort 3,5 bis vier Prozent. Ein Portfolio dieser Titel zusammenzustellen ist viel interessanter, als noch mehr Nestlé-Aktien zu kaufen.“ Auch Schickentanz setzt auf Asien und hier vor allem auf die Märkte der ASEAN-Staaten, einer Wirtschaftskooperation von zehn Ländern von Thailand bis Vietnam: „Dieser Wirtschaftsraum profitiert vom starken Wirtschaftswachstum einzelner Mitgliedsländer, einem riesigen Binnenmarkt mit 600 Millionen Menschen sowie Freihandelsabkommen mit China und Indien.“

#### // Wie Aktien laufende Erträge bringen

Dividenden sind aber nicht der einzige Weg, um Ertrag aus einem Aktienportfolio zu generieren. „Haben Sie schon einmal über den Verkauf von Optionen nachgedacht?“, fragt Christian Jasperneite: „Wir nutzen auch diese Instrumente, um Aktien zu bewirtschaften.“

So funktioniert es: Nehmen Sie an, Sie besitzen Daimler-Aktien, die Mitte Mai bei rund 46 Euro notieren. Sie könnten nun eine Call-Option am Markt mit drei Monaten Laufzeit und der Basis 50 Euro für sechs Euro verkaufen. Diese Prämie gehört Ihnen auf jeden Fall. Klettert der Aktienkurs bis September über 50 Euro, müssen Sie die Aktie abgeben. Sie haben dann elf Prozent Gewinn gemacht, und das Geschäft ist erledigt. Steigt die Aktie nicht, können Sie das Geschäft mit einer Option zum Dezember-Termin wiederholen.

Der Nachteil: „Die Gewinne sind nach oben gedeckelt. Steigt der Markt stark an, sind Sie nicht mehr dabei. Es ist deshalb sinnvoll, diese Strategien nur mit einem Teil des Aktiendepots durchzuführen oder speziell ein Portfolio aufzubauen, mit dem nur diese Strategie verfolgt wird. Die Einnahmen können dann leicht zwischen drei und sechs Prozent pro Jahr liegen“, erläutert Urban.

Interessant ist zudem, dass diese Methode auch eine Absicherung bietet. „In sinkenden Märkten puffert die vereinnahmte Prämie den Kursrückgang ab“, erklärt Christian Jasperneite und schließt: „Sie müssen allerdings aktiv dranbleiben. Am besten funktioniert diese Strategie mit Optionen, die nur noch drei Monate laufen, und mit Aktien, die starken Schwankungen unterliegen – denn bei diesen Optionen sind die Prämien am höchsten.“

#### // Wie Sie Risiken absichern

Damit ist der Workshop Aktien beim Thema Risiko angekommen. „Vieles von dem, was wir derzeit sehen, ist natürlich einfach durch die Liquidität getrieben“, macht Ralf Bringmann klar. Das berge immer auch das Risiko scharfer Korrekturen, sollte sich zum Beispiel das positive Konjunkturbild der Lerbacher Runde nicht realisieren.

„Im Vergleich zu früher sollte Ihr Vermögensverwalter deshalb sehr viel aktiver und flexibler agieren“, erklärt Bringmann. Völlig out seien eine enge Bandbreite bei der Aufteilung der Vermögenswerte oder die Orientierung an einer wie auch immer definierten Benchmark. „Vielmehr“, sagt der Experte weiter, „geht es heute darum, Aktienquoten massiv zu verändern – im Extremfall zwischen null und 100.“

Das ist natürlich die Königsdisziplin. „Wir greifen dafür zum Beispiel auf Modelle zurück, in die quantitative wie auch qualitative Kriterien einfließen und die für uns so etwas wie ein Frühwarnsystem sind“, erläutert Bringmann. Zieht ein Unwetter an den Kapitalmärkten auf, wird das Portfolio wetterfest gemacht. „Wir verkaufen dann aber nicht, sondern sichern das Aktiendepot über die Terminmärkte ab. Das ist effizienter und kostengünstiger“, erläutert Daniel Fechtelpeter.

Ein solches Frühwarnsystem publiziert auch private wealth schon seit dem Jahr 2005. Wichtigster Bestandteil ist der vom ifo-Institut monatlich veröffentlichte Index der Geschäftserwartungen. Dabei gilt die Regel: Fällt der Index dreimal hintereinander, wird es kritisch. In den Monaten März und April sind die Erwartungen zurückgegangen. Am 24. Mai – während dieses Magazin gedruckt wird – gibt das ifo-Institut den aktuellen Wert bekannt. Sollte der Index noch einmal gefallen sein, besteht Absicherungsbedarf (mehr Informationen dazu finden Sie unter [www.private-wealth.de](http://www.private-wealth.de) im Mitgliederbereich – Benutzerkennung: privatewealth; Passwort: Konjunktur). □



Wir haben zwei Jahre darauf verwendet, die  
Ablesbarkeit des Großdatums noch weiter zu verbessern.  
Wir hoffen, Sie werden es bemerken.



**A. LANGE & SÖHNE**  
GLASHÜTTE I/SA

Die LANGE 1 ist wohl eine der meist ausgezeichneten Uhren der letzten zwei Jahrzehnte und das Gesicht der MANUFAKTUR. Mit der neuen GROSSEN LANGE 1 setzt A. Lange & Söhne diesen Anspruch behutsam fort: Um die harmonische Gestaltung der LANGE 1 beizubehalten, wurde ihr

Zifferblatt exakt proportional vergrößert und eigens dafür ein komplett neues Uhrwerk konstruiert. Doch die Neuerungen offenbaren sich erst bei genauem Hinsehen - eine Zurückhaltung, welche unverkennbar die Werte von A. Lange & Söhne widerspiegelt. [www.lange-soehne.com](http://www.lange-soehne.com)

**WEMPE**

FEINE UHREN & JUWELEN

Hamburg Berlin Bremen Hannover Düsseldorf Dortmund Köln Frankfurt Mannheim Stuttgart München Nürnberg  
Leipzig Dresden London Madrid Paris Wien New York Peking MS Europa [www.wempe.de](http://www.wempe.de)