

News & Artikel/ Artikel aus dem Magazin/ Artikel

Harold Heuschmidt: "Eine Strategie, wie wir sie verfolgen, gibt es bisher nicht am Markt"

27.11.2008



Harold Heuschmidt, Fondsmanager des Aquila Statistical Value Market Neutral Fund im Analysegespräch mit Frank Umlauf von Faros Consulting.

Positive Erträge auch in Zeiten schwacher Börsen – das hatten im Vorfeld der aktuellen Kapitalmarktkrise viele am Markt aktive Akteure versprochen. Aber ein Großteil der Hedgefonds wie auch der sogenannten Absolute-Return-Produkte, die sich dieses Ziel auf die Fahnen geschrieben hatten, hat seine Anleger bitter enttäuscht.

Zu den wenigen Fondsmanagern, die ihr Versprechen halten konnten, gehört Harold Heuschmidt, Partner bei Aquila Capital und verantwortlich für die Geschicke des Statistical Value Market Neutral Fonds von Aquila Capital. Die Strategie konnte nach zwei erfolgreichen Jahren 2006 und 2007 mit einer Performance von jeweils gut 15 Prozent auch im laufenden Jahr eine positive Wertentwicklung von über acht Prozent erzielen. Das bisher in erster Linie im Geschäft mit institutionellen Kunden eingesetzte Produkt soll als UCITS-III-Variante auch Privatkunden angeboten werden. Anlass für FONDS professionell, Heuschmidt zu einem Analysegespräch mit dem auf alternative Strategien spezialisierten Experten Frank Umlauf von Faros Consulting, einem Frankfurter Beratungshaus für institutionelle Investoren, zu bitten.

Frank Umlauf (Faros Consulting): Herr Heuschmidt, warum haben Sie sich gerade in der aktuell schwierigen Lage an den Kapitalmärkten für den Eintritt in den Bereich der Privatanleger entschlossen?

Harold Heuschmidt (Aquila Capital): In einer Zeit extremer Verluste an den Kapitalmärkten, wie wir sie derzeit erleben, suchen auch Privatanleger nach Produkten, die ihnen eine hohe Stabilität und möglichst positive Erträge bieten. Das ist es, was unser Fonds liefern kann.

Umlauf: Das haben andere Absolute-Return-Produkte oder Hedgefonds auch versprochen. Was machen Sie anders?

Heuschmidt: Wir nutzen eine andere Strategie in einer Art, wie wir sie am europäischen Markt noch nicht umgesetzt gesehen haben. Ich würde unser Produkt auch nicht als Hedgefonds bezeichnen. Wir sind schließlich ein in Deutschland zugelassener, normaler Publikumsfonds. Allerdings verfolgen auch wir einen Absolute-Return-Gedanken.

Umlauf: Erläutern Sie in diesem Zusammenhang doch bitte die spezielle Philosophie Ihres Fonds.

Heuschmidt: Im Grunde betreiben wir eine sehr konsequente Umsetzung der allseits bekannten Maxime „Lege nicht all deine Eier in nur einen Korb“. Diese banale Erkenntnis nehmen natürlich viele Geldverwalter für sich in Anspruch und glauben dem mit einer Aufteilung in 50 Prozent Aktien und 50 Prozent Renten Genüge zu tun. Dabei blenden sie aber aus, dass bei einer solchen Aufteilung

der Aktienanteil etwa 80 Prozent des Gesamtrisikos im Portfolio ausmacht, einfach weil Aktien viel volatiler sind als Renten. Was im Übrigen dazu führt, dass man eine vom Aktienmarkt ausgehende Flutwelle mit den deutlich kleineren Bewegungen am herkömmlichen Rentenmarkt nicht effektiv stoppen kann. Man kann einer solchen Welle nur durch eine genauso große Gegenbewegung etwas Wirksames entgegensetzen. Vergleichen Sie es mit einem Rennstallbesitzer, der das Risiko, dass sein einziges Rennpferd nicht das gewünschte Resultat erzielt, diversifizieren möchte, indem er auf vier ähnlich starke Rennpferde setzt. Er würde doch nie auf die Idee kommen, dass eine Kombination aus einem Rennpferd und drei Eseln einen ähnlich positiven Effekt haben könnte. Aus genau diesem Grund verfolgen wir bei unserem Fonds einen durch verschiedene Merkmale erweiterten Ansatz.

Hans Heuser (FONDS professionell): Was genau ist der „erweiterte Ansatz“?

Heuschmidt: In den vier gleich gewichteten Assetklassen aus Aktien, Anleihen, Rohstoffen und Zinsmärkten, in die wir mit dem AC Statistical Value Market Neutral Fund investieren, sind wir so positioniert, dass alle vier die gleiche Volatilität bei gleicher Ertragserwartung aufweisen. Dies macht insofern Sinn, als dass nur dann ein Schock in einer bestimmten Assetklasse, wie wir ihn zum Beispiel aktuell an den Aktienmärkten erleben, durch die anderen Assetklassen abgefedert werden kann. Das Grundprinzip ist von vielen erfolgreichen Portfolios wie etwa den Stiftungsfonds der Universitäten Harvard und Yale geläufig. Wir achten zudem stets darauf, dass die Assetklassen, in die wir investieren, eine möglichst geringe bzw. sogar eine möglichst negative Korrelation aufweisen. Nur so schaffen wir es, dass das Gesamtrisiko des Portfolios um rund die Hälfte sinkt.

Umlauf: Gleiche Gewichtung bei ähnlicher Volatilität und Ertragserwartung – wie geht das?

Heuschmidt: Das geht natürlich nur durch den Einsatz von derivativen Strategien, durch die wir das Risiko- und Ertragsprofil etwa unseres Rentenanteils auf die gleiche Volatilität und die gleiche Performanceerwartung hochfahren, wie sie auch der Aktienanteil aufweist. Das ist am besten möglich durch den ausschließlichen Einsatz von Futures, mit denen wir unsere Asset Allocation abbilden.

Umlauf: Bedeutet das, dass Sie mit dem Fonds auch Short-Positionen eingehen?

Heuschmidt: Nein, keinesfalls, und zwar aus einem einfachen Grund: Wenn man wie wir sozusagen in „Risikoprämien“ investiert, dann nutzt man ja die damit verbundene höhere Wahrscheinlichkeit, dass Märkte eben eher steigen als fallen. Schon von der Logik her macht es deshalb keinen Sinn, short zu gehen. Auch unsere eigenen Backtests haben uns das bestätigt. Deshalb gilt für uns die Devise: „Never ever go short!“

Heuser: Aber auch wenn Sie explizit keine Short-Positionen eingehen, so gibt es im Gefolge der tiefen Kapitalmarktkrise eine ganze Reihe von Vorschlägen und Initiativen, bestimmte Investmentstrategien in irgendeiner Form zu begrenzen, was die Struktur der Märkte unter Umständen erheblich verändern könnte. Gibt es Szenarien, die Ihre auf Futures basierende Strategie unter Umständen empfindlich stören könnten?

Heuschmidt: Ehrlich gesagt, würde es mir schwer fallen, mir ein solches Szenario auszudenken. Eine Börse ohne entsprechende Futuresmärkte kann ich mir eigentlich nicht vorstellen, denn die Futuresmärkte sind mittlerweile genauso wichtig wie die Cashmärkte, nicht nur von ihrem Umsatzvolumen her, sondern auch von ihrer Funktion. Denn darüber wickeln im Prinzip alle wesentlichen Marktakteure ihre Absicherungen ab.



***Umlauf:* Ist das Investment über Futures auch der Grund, weshalb ein Großteil Ihrer Investments in US-Dollar liegt? Einmal abgesehen vom Aktienanteil bilden Sie die drei anderen Assetklassen vornehmlich über Dollar-Investments ab?**

Heuschmidt: Das hat aber nichts mit einer Art „Dollar-Vorliebe“ zu tun. Die US-Zinsmärkte haben zum Beispiel in den vergangenen zehn bis 15 Jahren, übrigens auch im laufenden Jahr, etwas höhere Erträge abgeworfen als beispielsweise der Bund-Future-Markt. Das hängt damit zusammen, dass die Märkte in Übersee viel proaktiver sind, weil die US-Notenbank über Leitzinsentscheidungen schneller und beherzter eingreift. Das konnte man zuletzt wieder beobachten, als dort als Gegenmaßnahme zur Krise erneut die Kurzfristzinsen stark nach unten geschleust wurden. Und das wirkt natürlich wie ein warmer Regen für jene Investoren, die in diesen Märkten investiert sind.

***Heuser:* Aber führt das nicht gleichzeitig auch zu einem erhöhten Fremdwährungsrisiko im Fonds – oder sichern Sie das ab?**

Heuschmidt: Ein aus Futures zusammengesetztes Portfolio hat den enormen Vorteil, dass man sich um die Währungsabsicherung im Prinzip keine Gedanken machen muss. Anders gesagt: Das Einzige, was tatsächlich ein Währungsrisiko aufweist, ist das, was Sie wirklich als Wertpapier im Depot besitzen. Aber weil wir für die Abbildung von Märkten oder Assetklassen ausschließlich Futures einsetzen, sind es in der Regel nur rund fünf Prozent des gesamten Fondsvermögens, die wir als Marginzahlung dafür einsetzen müssen. Der restliche Teil des Fondsvermögens wird in auf Euro lautende deutsche Staatsanleihen investiert. Dementsprechend haben wir deshalb kein Währungsrisiko.

***Umlauf:* Wenn man sich die zweifellos beeindruckende Performance der Strategie anschaut, fällt auf, dass es beispielsweise wie im zweiten Halbjahr 2006 durchaus Phasen einer rückläufigen Performance gegeben hat. Deshalb stellt sich die Frage, wann sich eine solche Entwicklung eventuell wiederholt und vor allem wie lange sie dauern kann?**

Heuschmidt: Wenn in bestimmten Phasen sowohl Aktien- als auch Rentenmärkte nicht performen, dann kann es natürlich auch in unserem Fonds zu solchen Rückgängen kommen. Wie lang eine solche Phase theoretisch dauern kann, weiß auch ich nicht zu beantworten. Allerdings kann man sagen, dass sie bei unserem Produkt erheblich kürzer sein wird als bei den meisten anderen Anlagen, einfach weil unser Konzept von seinem Ertrags-Risiko-Verhältnis strukturell deutlich effizienter ist als alles andere, was ich bisher gesehen habe, außer den Portfolios von Yale und Harvard selber. Im Grunde sind es doch überall gewissermaßen Zufallsprozesse, auf die ein Fondsmanager setzt. Und natürlich kann es Ihnen zum Beispiel auch beim Roulette leicht

passieren, dass die Kugel sechsmal hintereinander auf Rot landet, wenn Sie auf Schwarz gesetzt haben. Spielen Sie aber an mehreren Roulettetischen gleichzeitig, ist die Wahrscheinlichkeit, dass das an allen Tischen gleichzeitig passiert, erheblich geringer, als wenn Sie an nur einem Tisch spielen. Zudem haben wir ja noch ein zusätzliches Risikomanagement namens FundCreator, das von dem Londoner Universitätsprofessor Harry Kat entwickelt wurde. Zusätzlich bieten wir eine Absicherung an, die den eventuellen Preiserückgang auf maximal vier Prozent innerhalb eines Monats begrenzt.

Umlauf: Sie setzen darüber hinaus noch eine Art taktisches Overlay ein, um die Performance des Fonds zu optimieren. Können Sie uns das etwas näher erläutern?

Heuschmidt: Natürlich könnten wir uns mit unserem Prinzip einer möglichst optimalen Diversifikation zufriedengeben. Darüber hinaus gibt es aber nun einmal noch eine Reihe von Phänomenen am Kapitalmarkt, die man sich – richtig eingesetzt – zur Performanceoptimierung zunutze machen kann. Da sie etwas mit bestimmten Verhaltensmustern zu tun haben, wie sie die Kapitalmarktakteure in der Regel an den Tag legen, bezeichnen wir das als „Behavioural Overlay“. Es sind eben keine Trends oder bestimmte Daten, die wir hier berücksichtigen, sondern im Prinzip relativ einfache Muster. Insgesamt haben wir dabei acht Faktoren ausgemacht, wobei die „Kunst“ sozusagen darin besteht, diese richtig miteinander zu kombinieren. Dazu gehört der weitgehend bekannte „Sommer-Winter-Zyklus“, wonach der durchschnittliche Ertrag von Aktieninvestments in den Wintermonaten deutlich höher ausfällt als in den Sommermonaten. Von daher hat der berühmte Spruch „Sell in May and go away“ schon seinen Sinn.

Umlauf: Welche anderen Faktoren gehören noch in diese Reihe?

Heuschmidt: Da ist zum Beispiel der sogenannte „Smart-Money-Indikator“, der sich auf eine Statistik stützt, die wöchentlich von der Commodities and Futures Trading Commission veröffentlicht wird. Das ist eine Behörde in den USA, die die Positionsgrößen von sehr großen Marktteilnehmern misst, in der Regel institutionelle Investoren, die mindestens 350 Millionen US-Dollar im S&P 500 Future halten. Gemessen wird das Verhältnis von Long- und Short-Positionen, wodurch sich eben eine Aussage zur Positionierung dieser Anleger treffen lässt, die sich unter Umständen marktbeeinflussend auswirkt. Als drittes Phänomen lässt sich noch der „Vier-Jahres-Wahlzyklus“ in den USA nennen. Untersuchungen seit 1932 haben gezeigt, dass die Performance im dritten Amtsjahr eines US-Präsidenten im Schnitt deutlich höher ausfällt als in den drei anderen Jahren. Und die Jahre 1999, 2003 und 2007 haben das ja auch wieder eindrucksvoll bestätigt. Das Problem solcher Faktoren: Nicht alle deuten immer in die gleiche Richtung, deshalb kommt es auf die richtige Kombination von Wahrscheinlichkeits-Clustern untereinander an, um zu entscheiden, ob eine Art „kritische Masse“ dieser Faktoren das gleiche Signal liefert.

Umlauf: Das bedeutet aber dann insgesamt auch, dass der Fonds im Extremfall nur noch in einem Segment von insgesamt vier Assetklassen investiert ist, wenn Ihre Analysen zu dem Ergebnis kommen, dass nur das in der jeweiligen Marktsituation sinnvoll ist?

Heuschmidt: Das kann vorkommen, allerdings nur im Rentenbereich. Und das bereitet uns keine schlaflosen Nächte, da es sich hier ausschliesslich um

Staatsanleihen handelt.

Umlauf: Aber es könnte ja auch ein reines Aktienportfolio sein, wenn Ihre Signale das nahelegen?

Heuschmidt: Das wird nicht vorkommen. Wir halten wie gesagt immer Rentenpositionen. Deshalb wird der Aktienanteil am Gesamtrisiko nie die 50 Prozent übersteigen. Wichtig ist dabei zu bemerken, dass ein Aktienanteil von 50 Prozent am Gesamtrisiko etwa einem Aktienteil von 20 Prozent am Portfoliovolumen entspricht, weil Aktien viel volatil sind als die Renten. Und 20 Prozent ist natürlich immer noch sehr konservativ. In unserem Fonds spielen Aktien deshalb nie eine wirklich dominierende Rolle.

Heuser: Wenn Sie demnächst mit dem Produkt offensiver in den Retailmarkt starten werden, dann bedeutet das auch, dass sich die Mittelzu- und -abflüsse unter Umständen deutlich volatiler darstellen werden, als vielleicht bei reinen institutionellen Investoren. Kann das nicht zum Problem werden?

Heuschmidt: Wir haben den Vorteil, dass Liquiditätsengpässe aufgrund der Investition in Futures für uns prinzipiell keine Rolle spielen. Theoretisch kann ich den Fonds innerhalb einer Minute ohne Preisverluste komplett liquidieren. Außerdem wird dadurch der Aspekt eines zu großen Fondsvolumens, wie er für herkömmliche Fonds relevant werden kann, für uns sicher nicht zum Problem. Wir haben im Prinzip keine Kapazitätsgrenze.

Heuser: Wie wird die Gebührengestaltung aussehen?


Heuschmidt: Die jährliche Managementgebühr der institutionellen Tranche liegt bei 1,6 Prozent. Die Retailklasse wird rund 50 Basispunkte höher liegen, also bei etwa 2,1 Prozent pro Jahr, woraus sich aus unserer Sicht eine attraktive Vergütung für den Vertrieb darstellen lässt. Wir werden diesen Fonds mit seiner guten Performance sicher nicht über den Preis verkaufen müssen.

Heuser: Danke für das interessante Gespräch.

Quelle: FONDS professionell

[zurück zur Übersicht](#)

© FONDS professionell Multimedia GmbH
Gestaltung und Umsetzung: FAIT Internet Software GmbH

www.fait.at 

[Fenster Schliessen](#)