

03.07.2017

Ulrich Zorn (CSR): „Keine Staatsanleihen - aus Sicherheitsgründen“

Risiken für die Kapitalmärkte kommen in diesen Wochen vor allem aus der Politik. Wie stellt sich ein unabhängiger Vermögensverwalter wie die CSR-Beratungsgesellschaft aus Hofheim in einer solchen Situation auf? Ein Gespräch mit Ulrich Zorn, einem Partner.



Für **Ulrich Zorn** spielen Ungewissheiten an den Märkten eher keine Rolle und zum Thema Staatsanleihen vertritt der CSR-Partner eine durchaus pointierte Meinung.

Die CSR Beratungsgesellschaft ist eine partnergeführte Vermögensverwaltung mit Sitz in Hofheim im Taunus. Zu ihren Kunden gehören institutionelle Investoren, Stiftungen und vermögende Privatkunden. Anfang 2008 von Norbert Clément gegründet, verfolgt CSR einen antizyklischen, prognosefreien Investment- und Beratungsansatz, der in derzeit 24 Mandaten und vier Publikumsfonds umgesetzt wird. Das Volumen unter Beratung und Verwaltung beträgt inzwischen gut zwei Milliarden Euro. Institutional Money wollte mehr über den Investmentansatz von CSR wissen.

Herr Zorn Ihr Haus, die CSR Beratungsgesellschaft, positioniert sich vor allem sicherheitsorientiert, was angesichts der aktuellen Situation sicher kein schlechtes Attribut ist. Gleichzeitig sagen Sie aber, dass die Ungewissheit, unter der die Märkte leiden, für Ihren Investmentansatz eigentlich keine Rolle spielt.

Ulrich Zorn: Wir sind bei der CSR ein kleines Team. Unser Investmentansatz ist stark von unserer persönlichen Historie geprägt. Norbert Clément, der die CSR 2007 gegründet hat, und Pia Sauerborn haben lange Jahre im Wealth Management gearbeitet, mein Kollege Thorsten Rühl und ich im Asset Management. Aus unseren jeweiligen beruflichen Stationen haben wir zwei wesentliche Erkenntnisse mitgenommen, die heute die DNA der CSR bilden. Erstens: Vermögen real zu erhalten ist vielen Kunden wichtiger als ein Kapitalzuwachs. Und zweitens: Marktentwicklungen zu prognostizieren und sich entsprechend zu positionieren ist enorm aufwendig und führt nicht immer zu den gewünschten Ergebnissen. Das schlägt sich in unserer Anlagephilosophie nieder.

Viele aktive Asset Manager dürften zumindest bei dem zweiten Punkt anderer Meinung sein. Das ist auch keine Kritik an den aktiven Kollegen, die auf der Suche nach Alpha sind. Aber unsere Zielsetzung ist eine ganz andere. Unser Ziel ist nicht eine Performance von Benchmark plus x. Uns geht es in erster Linie immer um die Risikokontrolle. Das ist in der Vermögensverwaltung die wichtigste Anforderung unserer Kunden. Sie haben in der Regel über viele Jahre Vermögen aufgebaut und wollen primär nichts verlieren. Hinzu kommt der Wunsch nach einer unkomplizierten und leicht nachvollziehbaren Anlagestrategie. In einem research-basierten Ansatz haben Sie nun mal immer wieder Unwägbarkeiten, siehe Brexit. Das ist für uns irrelevant.

Wie das?

Unser Investmentansatz, den wir in Mandaten und seit 2013 in unserem Absolute Return Fonds CSR Ertrag Plus umsetzen, ist vergleichsweise einfach. Wir kaufen innerhalb eines vorab festgelegten Rahmens bei sinkenden Kursen und verkaufen bei steigenden Kursen. Damit sind Erwartungen zur weiteren Marktentwicklung für uns zunächst unerheblich, wir richten uns nur nach der tatsächlichen Marktbewegung.

Können Sie das genauer erklären?

Unser Konzept basiert auf einem Rentenanteil von mindestens 70 Prozent und einer Beimischung von Aktien und US-Dollar. Wir steuern diese Bausteine antizyklisch: Steigen die Aktienkurse, bauen wir den Aktienanteil ab, fallen die Kurse, erhöhen wir wieder, bis auf maximal 30 Prozent. Bei Renten und dem US-Dollar verfahren wir analog.

Das klingt eigentlich zu simpel, um eine qualifizierte Risikokontrolle zu bieten.

Entscheidend ist der Mean-Reversion-Effekt. Wir bauen bei sinkenden Kursen mit gleichem Mitteleinsatz größere Positionen auf. Kehren die Kurse zu ihrem Mittelwert zurück, ergeben sich entsprechende Effekte für die Wertentwicklung. Auf diese Weise erreichen wir eine Stabilisierung der Wertentwicklung. Die Deutsche Bundesbank hat früher zur Marktpflege übrigens auch so gehandelt und konnte regelmäßig hohe Gewinne an den Bund überweisen.

Marktprognosen spielen für Sie also keine Rolle?

Auch wir nutzen Marktprognosen, allerdings nicht um eine entsprechende strategische Zielallokation aufzubauen, sondern als Rahmen, innerhalb dessen wir antizyklisch handeln.

Also für taktische Impulse?

Nein. Aber wir brauchen für unsere Strategie Orientierungspunkte, an denen wir die einzelnen Handlungsschritte festmachen. Bei welchen Indexständen kaufen oder verkaufen wir? Bei welchem Indexstand beträgt die Aktienquote Null? Wann ist die Maximalquote von 30 Prozent erreicht? Diese Entscheidungen legen wir im Vorfeld fest und dafür brauchen wir ein Koordinatensystem. Also bilden wir für unsere drei Anlagekomponenten jeweils sogenannte Jahreskanäle. In diese Jahreskanäle fließen die Daten der wichtigsten öffentlich zugänglichen Jahresprognosen von Banken, dem IWF, der Bundesbank und dem Sachverständigenrat ein. Die dort prognostizierten Höchst- und Tiefstände bilden den ersten Anhaltspunkt für die Ober- bzw. Untergrenzen der jeweiligen Kanäle. Hinzu kommen weitere Größen, wie zum Beispiel die durchschnittliche Volatilität des jeweiligen Segments in den vergangenen drei Jahren. Mit Hilfe von Optionsvolatilitäten prüfen wir die Ober- und Untergrenze und passen sie bei Bedarf an. So haben wir für 2017 etwas weitere Bandbreiten definiert als die veröffentlichten Prognosen vorgegeben haben, weil wir mehr Spielraum gesehen haben.

Wie genau setzen Sie die Handelsschritte?

Wir haben in jedem Jahreskanal jeweils 20 Handelsschritte. So kommen wir auf der Aktienseite in diesem Jahr zum Beispiel auf einen Schritt alle 235 DAX-Punkte. Bei jedem Schritt bauen wir jeweils etwa 1,5 Prozent auf oder ab. Auf der Rentenseite erfolgen die Schritte alle neun Basispunkte bei der Renditeveränderung. Bei jedem Schritt ändern wir die Duration ungefähr um ein Vierteljahr.

Das ist zwar ein klar nachvollziehbarer Investmentansatz. Aber geht es nicht auf Kosten der Rendite, wenn bei steigenden Aktienmärkten direkt wieder die Aktienposition verringert wird?

Zum einen reduzieren wir ja nicht auf einen Schlag, sondern in mehreren Stufen. Damit bleiben Renditevorteile erhalten. Hinzu kommt, dass wir mit dem Verkauf von Put- und Call-Optionen Zusatzerträge generieren. Grundsätzlich sind die Anleger, die wir ansprechen, eher sicherheitsorientiert. Sie akzeptieren eine reale Nachsteuer-Rendite von knapp über der Nulllinie, wenn sie dafür nur die Hälfte des Risikos einer klassischen Buy-and-hold-Strategie tragen müssen.

Entsprechend müssen Sie natürlich auf die Kosten achten. Was mit dem Kauf und Verkauf von Einzeltiteln vermutlich schwierig ist. Welche Instrumente nutzen Sie?

Einzeltitel wären in der Tat zu aufwendig und damit auch zu teuer. Den Grundstock auf der Rentenseite bilden deutsche Hypothekenpfandbriefe bester Bonität mit einer mittleren Duration von viereinhalb Jahren. Auf der Aktienseite bauen wir mit ETFs auf den DAX und den EuroStoxx50 eine Basisquote von maximal zehn Prozent auf. Die Quotensteuerung auf bis zu 30 Prozent erfolgt dann über Derivate, übrigens ebenso bei der Rentenquote.

Warum keine Staatsanleihen?

Aus Sicherheitsgründen. Das Pfandbriefgesetz definiert im europäischen Vergleich die strengsten Anforderungen an die Emittenten. Gleichzeitig achten wir darauf, dass mindestens 75 Prozent des jeweiligen Deckungsstocks in Deutschland liegen.

Welche Derivate setzen Sie dabei ein?

Für uns ist es wichtig, das Kontrahentenrisiko so gering wie möglich zu halten. Deshalb nutzen wir nur Futures und Optionen, die an EUREX, CME oder CBOT gehandelt werden.

Wie wirkt sich denn Ihr Ansatz in der Praxis bisher aus?

Anhand des CSR Ertrag Plus können wir ganz gut zeigen, dass der Ansatz sich bewährt. Der Fonds hat seit seiner Auflegung 2013 ein Rendite-Risikoverhältnis von eins. Es gibt sicher Multi-Asset-Fonds, die bei der Performance besser liegen – aber die haben in der Regel auch eine höhere Volatilität. Die Frage für uns lautet: Welche Drawdowns halten unsere Kunden aus? Wir haben als Vermögensverwaltung einen klaren Auftrag und konzentrieren uns auf das was wir können. Unser Ansatz kann in einem ungünstigen Marktumfeld kurzfristig negative Ergebnisse aufweisen. Aber das Versprechen einer konsequenten Risikokontrolle werden wir immer halten können. (hh)

Quelle: **Institutional Money** | www.institutional-money.com