



Die Zeit als Quelle der Performance

ANTECEDO DEFENSIVE GROWTH – DIE GESCHICHTE SEINER ENTSTEHUNG

Die älteste und volumenmäßig bedeutendste Strategie, die bei Antecedo umgesetzt wird, ist die Absicherungsstrategie für Aktienportfolios. Mit durchaus sehenswertem Erfolg wird diese Strategie bei uns schon seit 2007 eingesetzt. Doch die Anfänge dieser Strategie reichen noch weiter zurück. Die Urväter dieser Strategie sind die Konzepte „Metzler Equity Protection“ (1999) und Lupus alpha Dynamic und Structure Invest (beide 2003), die ich während meiner Tätigkeit in beiden Häusern entwickelt habe.

Grundsätzlich war allen Konzepten gemein, dass durch den Einsatz von Put-Optionen eine feste Wertuntergrenze geschaffen wurde und die Kosten der Absicherung durch den Verkauf von Call-Optionen gedeckt wurden. Interessanterweise haben wir mit Antecedo nie einen Publikumsfonds herausgebracht, der diese klassische Strategie umsetzt. Sie wurde ausschließlich in Spezialfonds- und um Overlay-Mandaten angeboten. Der Grund hierfür lag in der Fokussierung des Publikumsfondsangebots auf Optionsprämien- und Volatilitätsstrategien.

Seit dem 2. September 2019 besteht nun aber auch im Publikumsfondsbereich die Möglichkeit, in diese altbewährte Aktienstrategie zu investieren. Unser neuer Fonds **Antecedo Defensive Growth** ist an diesem Tag aufgelegt worden und beinhaltet so viele außergewöhnliche Aspekte, dass ich hier die Geschichte seiner Entstehung erzähle.

Der Beginn einer Idee

Diese begann nicht als Ergebnis einer ausführlichen Marktanalyse, sondern mit einer Überraschung. Im Spätsommer 2018 befand ich mich zusammen mit meinem Partner Dirk Bongers auf einem Kundentermin, bei dem wir unsere Aktienabsicherungsstrategie als Overlay vorstellen wollten. Normalerweise gehen wir bei diesen Terminen genau auf die Anforderungen und Vorstellungen des jeweiligen Kunden ein, ohne eigene Meinungen in den Vordergrund zu stellen. Dies bedeutet auch, dass der Kunde normalerweise die Märkte aussucht, auf die Risikobegrenzungen angewendet werden sollen. Doch dieser Termin verlief völlig anders als wir dies gewohnt waren.

Wir sprachen nicht darüber, ob ein risikokontrollierter Ausbau der Aktienquote zur langfristigen Ertragssteigerung oder eventuell eine Risikobegrenzung in den bestehenden Portfolios gewünscht wird. Die Frage unseres Gegenübers war überraschend einfach: „Was würden Sie mir denn empfehlen, wenn Sie völlig frei von Restriktionen vorgehen könnten?“

Völlig frei von Restriktionen? Das heißt, wir sollen festlegen, wie riskant und in welche Märkte investiert wird. Hinsichtlich des Risikogehalts oder in unserem Fall besser der Wertuntergrenze muss man verstehen, wie wir die Aktienabsicherung betreiben. Hierzu kaufen wir eine Put-Option auf einen Aktienindex, der das entsprechende Aktienportfolio auf der definierten Wertuntergrenze verlässlich absichert.

Dieser reine Kauf einer Absicherungsposition wäre auf Dauer aber viel zu teuer, als dass dies alleine eine ertragreiche Strategie wäre. Deshalb finanzieren wir die Kosten dieser Absicherung indem wir Kurschancen auf die Aktien durch den Verkauf von Call-Optionen mindern. Hierbei verkaufen wir aber nicht wieder Indexoptionen, sondern Call-Optionen auf jede einzelne Aktie im Aktienportfolio. Durch die fehlende Diversifikation bei den einzelnen Aktien ist hier die Volatilität und damit die Optionsprämie deutlich höher als auf der Indexseite. Da wir nur genauso viele Call-Optionen verkaufen, wie zur Finanzierung der Absicherung notwendig ist, bleiben große Teile des Aktienbestandes ohne Veroptionierung, was zu einer relativ hohen Partizipation an steigenden Aktienmärkten führt: Bei einem maximalen Verlust von -5% erreichen wir Partizipationsraten von über 50%, bei einem maximalen Verlust von -10% Partizipationsraten von über 70%.

Da ich wusste, dass mein Gesprächspartner mit erheblichen Reserven ausgestattet ist und eher ertragsorientiert anlegt, entschied ich mich, ihm einen maximalen Verlust von -10% vorzuschlagen.

Schwieriger stellte sich aber die Überlegung dar, welches Aktieninvestment ich empfehlen sollte. Wie gesagt, normalerweise geben wir keine Marktprognosen ab und richten uns nach den Erwartungen unserer Kunden. Doch hier waren wir jetzt gefragt worden.

Letztendlich ist es für unsere Strategie am besten, einen Aktienmarkt zu wählen, der langfristig ein hohes Wachstumspotential aufweist. Ob dieser Markt dafür ein deutlich höheres kurzfristiges Verlustpotential aufweist, ist dagegen eher zu vernachlässigen. Denn wenn der maximale Verlust bei -10% verlässlich begrenzt ist, dann ist es egal, ob der zugrundeliegende Aktienmarkt in Wahrheit -20% oder -50% verliert. Es gilt sogar: „Je mehr desto besser.“, denn am Ende der Absicherungsperiode können die Gewinne aus der Absicherung wieder in neue Aktien investiert werden und je niedriger die Einstandspreise dann liegen, desto mehr Aktien können gekauft werden. Wichtig ist nur, dass dieser Markt nach dem Einbruch auch irgendwann wieder ansteigt und dann gilt wieder: „Je mehr desto besser!“

Die Aktien, die diese Voraussetzung meines Erachtens am besten erfüllen, sind globale Technologieaktien. Diese werden am liquidesten über den NASDAQ®-100 Aktienindex abgebildet. Daneben sah ich deutsche Aktien aufgrund der langfristigen Innovationskraft des Landes und vermutlich auch aus einem gewissen Patriotismus als interessante Anlage, so dass ich nach einer gefühlten Ewigkeit antwortete: „Meine Empfehlung wäre 50% NASDAQ®-100 und 50% DAX®, abgesichert auf einen maximalen Verlust von -10%.“

Wir verabredeten, dass wir uns weitere Gedanken über diesen Vorschlag machen und uns danach wieder melden würden. In den nächsten Wochen und Monaten sollte mich dieser Vorschlag nicht mehr loslassen.

Der gewählte Markt

Zunächst verwandte ich viel Zeit darauf, mein Wissen über den NASDAQ®-Index zu erweitern. Natürlich kannte ich seine herausragende Entwicklung in den letzten Jahrzehnten. Auch die Schwergewichtige des Index waren mir alle bekannt. Doch ich erfuhr auch viel neues, das ich bisher so nicht wahrgenommen hatte. Ich bin schließlich kein Stockpicker.

So überraschte mich doch, auch wenn man es ahnen konnte, die gigantische Marktkapitalisierung dieses Index. Mit 8,85 Billionen USD ist der NASDAQ®-100 fast so groß der europäische STOXX® 600 (9,3 Billionen USD) mit seinen 600 Aktien.

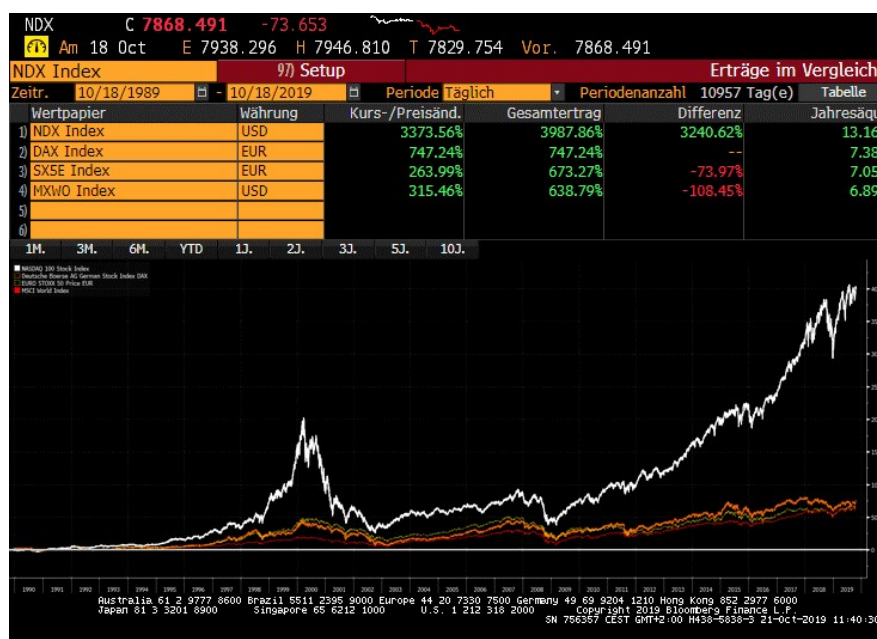
Äußerst interessant fand ich die Tatsache, dass der NASDAQ®-100 in Wahrheit kein amerikanischer sondern ein globaler Index ist. Schon bei den einzelnen Titeln findet man eine ganze Reihe nicht amerikanischer Aktien, so zum Beispiel Baidu, die größte chinesische Suchmaschine oder ASML, der niederländische Chipmaschinenausrüster. Das Aufnahmekriterium in den NASDAQ® ist nicht der Sitz des Unternehmens, sondern nur, dass

es an der NASDAQ Börse gelistet sein muss. Noch eindrucksvoller war eine von uns erstellte Analyse, in welchen Ländern die Unternehmen des NASDAQ®-100 ihre Umsätze erzielen. Nur 42% der Umsätze entfallen demnach auf die USA, während sich die Mehrheit auf den Rest der Welt mit Schwerpunkt Asien und Europa verteilt. Nach Umsätzen betrachtet ist der NASDAQ®-100 ein wirklich globaler Aktienindex.

In diesem Zusammenhang ist auch erwähnenswert, wie viele Zukunftsthemen der NASDAQ®-100 beinhaltet. Natürlich die Digitalisierung in allen Schattierungen, aber auch Medizin-, Konsum- oder Industrierwerte, die meistens auf bestimmte Wachstumsbereiche spezialisiert sind. Finanzwerte beinhaltet dieser Index dagegen per Definition nicht.

Vor diesem Hintergrund begann ich daran zu zweifeln, ob meine erste Empfehlung, 50% DAX® im Portfolio zu allokalieren, sinnvoll war. Gefühlt hatte ich mir hiervon einen Diversifikationseffekt versprochen. Doch im historischen Vergleich ist die Anzahl der Jahre, in denen der NASDAQ®-100 mehr als -10%, der DAX aber weniger als -10% verliert, überschaubar: In den letzten 30 Jahren gab es nur das Jahr 2000, in dem der DAX schon bei minus 7,54% stoppte. Wenn aber beide Indizes fast immer gleichzeitig in die Absicherung fallen, braucht man keine weitere Diversifikation, denn das Risiko wird dann durch die Absicherung alleine ausreichend begrenzt.

Wichtiger ist die langfristige Performanceerwartung. Diese sollte schon aufgrund der stärkeren Wachstumsorientierung beim NASDAQ®-100 höher ausfallen als beim DAX®. In historischen Betrachtung ist der Performanceunterschied langfristig riesig. Dies zeigt die folgende Grafik mit dem NASDAQ®-100 (weiße Linie) und dem DAX® (orange Linie) über den Zeitraum der letzten 30 Jahre. Zusätzlich sind noch der EURO STOXX® 50 als gelbe Linie und der MSCI® Welt als rote Linie mit angegeben



Quelle Bloomberg (Stand 21.10.2019)

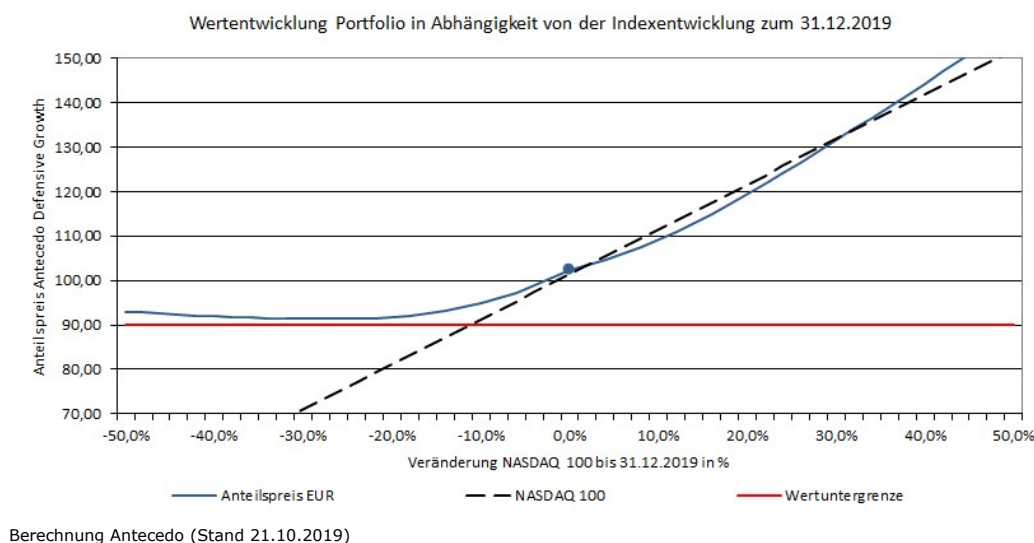
Vor dem Hintergrund dieser Überlegungen würde ich heute meine Empfehlung auf die damalige Frage in 100% NASDAQ®-100 ändern, abgesichert auf 90% Werterhalt.

Die Konzeption

Auf Basis all dieser Überlegungen starteten Ende 2018 die Vorbereitungen für die Konzeption eines Publikumsfonds mit genau diesen Vorgaben. Als Name für den Fonds wählten wir „**Antecedo Defensive Growth**“, da er einerseits stark an der Entwicklung der Wachstumsmärkte partizipieren soll, andererseits aber auch die defensive Absicherung beinhaltet. Bei der Ausgestaltung konnten wir auf einen großen Erfahrungsschatz in Bezug auf die amerikanischen Aktienmärkte zurückgreifen. Denn schon seit Jahren gehören Aktienabsicherungen auf verschiedene amerikanische Indizes zu unserem Overlay-Portfolio. Für einen deutschen Asset Manager ist es vermutlich ungewöhnlich, dass ca. 50% aller Transaktionen an den amerikanischen Märkten stattfinden.

Der NASDAQ®-100 eignet sich für unsere Absicherungsstrategie sogar besonders gut: Aufgrund der hohen Optionsvolatilität vieler Einzelwerte ist hier der Volatilitätsaufschlag gegenüber den Indexoptionen besonders hoch. Selbst mit einer Devisenabsicherung, die für europäische Anleger notwendig ist, um nicht Verluste über die maximale Verlusttoleranz von -10% aufgrund von Dollarkursbewegungen zu riskieren, erreicht das Gesamtportfolio aus Aktien und Derivateabsicherung eine Partizipation von ca. 70% an den Kurssteigerungen des NASDAQ®-100.

Die folgende Grafik zeigt das aktuelle Auszahlungsprofil des **Antecedo Defensive Growth** Fonds zu diesem Kalenderjahresende 2019:



In der Grafik wird ersichtlich, dass der Fonds bei steigenden Kursen nicht ganz die Wertentwicklung des NASDAQ®-100 mitmachen kann. Dies gelingt erst wieder bei sehr hohen, relativ unwahrscheinlichen Marktanstiegen. Aber selbst bei einer Partizipationsrate von 70% ist das noch deutlich mehr, als langfristig von Standardindizes zu erwarten ist.

Bei genauer Betrachtung fällt auch auf, dass das Aktienrisiko schon etwas oberhalb der Wertuntergrenze abgefangen wird. Dies resultiert daraus, dass wir noch ca. 1% Risikokapital für die Devisenabsicherung benötigen. Die Devisenabsicherung erfolgt auch über Optionen und ähnelt der Vorgehensweise, die wir für die Absicherung von Zinsrisiken einsetzen. Wie dies genau funktioniert, werden wir im nächsten Newsletter beschreiben. Hieraus folgt dann aber, dass der maximale Wertverlust von -10% erst erreicht wird, wenn der NASDAQ®-100 massiv in den negativen Bereich geht und gleichzeitig der Dollar gegen den Euro an Wert verliert.

Mit all diesen Überlegungen und Konstruktionsschritten glauben wir ein wirklich gutes Anlageprodukt geschaffen zu haben.

Aufgrund der doch beträchtlichen Schwankungen, die der NASDAQ® vollführen kann, eignet sich der **Antecedo Defensive Growth** Fonds nicht für Kurzfristanleger. Langfristig sollte der Fonds aber vielen Anlagen, die auch ein höheres Risikobudget erfordern, überlegen sein.

In den nächsten Tagen werden wir uns wieder bei unserem damaligen Gesprächspartner melden. Ich bin gespannt auf die Reaktion, wenn er sieht, was seine damalige Frage ausgelöst hat.

Kay-Peter Tönnies
Geschäftsführer

Impressum

Antecedo Asset Management GmbH
Hessenring 121
D-61348 Bad Homburg v.d.H.
www.antecedo.eu

Geschäftsführer: Kay Tönnies, Dirk Bongers, Günter Wanner
©2019 Antecedo Asset Management