

**TITELTHEMA**

# ABSOLUTE-RETURN-STRATEGIEN

**IN UCITS-FONDS BEI VERSORGUNGSEINRICHTUNGEN**
**SMALL CAPS**

Wenn der Investor sich als Partner begreift, um bei kleinen Werten den Wert zu steigern, muss er bei den Unternehmen mitreden

**EMERGING MARKETS**

Downgrade für Industrienationen-Anleihen, Upgrade für Schwellenländer-Bonds – die fundamentalen Daten sprechen für Emerging-Market-Bonds



**In dieser Ausgabe**


 Niklaus Hilti  
(Credit Suisse)

 Friedrich Diel  
(FRANKFURT-TRUST)

 Dietmar Böll  
(Dr. Bauer & Co. Vermögensmanagement)

 Michael A. Feldman  
(PCM)

 Angus Steel  
(Delta Lloyd)

 Daniel Knörr  
(Ampega Gerling)

 Johanna Handte  
(DWS)

 Keith Gardner  
(Western Asset Management)

 Dieter Sutterlüti  
(DekaBank)

 Sergio Trigo Paz  
(BNP Paribas)



## TIAM TACHELES

Was Investoren wissen wollen.

### Angus Steel

Leitender Fondsmanager Participation,  
Delta Lloyd Asset Management

Angus Steel ist für das Management von zwei Fonds direkt verantwortlich, die derzeit ein Volumen von 500 Millionen Euro haben. Das gesamte Team verwaltet circa zwei Milliarden Euro.

### Daniel Knörr

Portfoliomanager,  
Ampega Gerling Investment GmbH

Daniel Knörr ist für das Management von 5 Dachfonds und 12 fondsgebundenen Lebensversicherungs-Baskets direkt mitverantwortlich, welche derzeit rund 750 Millionen Euro verwalten.



# MIT FÜNF-PROZENT-HÜRDE ZUM PARTNER

Delta Lloyd hat sich auf Small Caps spezialisiert. Der Asset-Manager begreift sich aber nicht nur als Investor, sondern auch als Geschäftspartner der Unternehmen, deren Titel er hält. Das ist sein Rezept, echte Werte zu schaffen

#### Daniel Knörr: Erläutern Sie bitte kurz worum es sich beim „Participation Investing“ bei Delta Lloyd handelt?

ANGUS STEEL: „Participation Investing“ zielt auf hervorragende Anlagechancen bei einem aktiven Bottom-up-Aktienansatz ab. Wir halten Anteile in Höhe von fünf bis zehn Prozent bei kleineren Unternehmen, die unterbewertet sind, aber Werte schaffen können. Aus diesen Aktienpositionen bauen wir ein konzentriertes Portfolio, das 25 bis 35 Titel enthält. Das ist eine einzigartige Kombination aus drei bewährten und akademisch gedeckten Investitionsstilen: Small Cap Value, Relationship und Dividenden. Wir wissen vom Fama-French-Modell, das hart arbeitende und geduldige Investoren ihre Informationsgrenze auf kleinere, weniger gut analysierte Unternehmen ausdehnen können. Doch dem steht der Kritikpunkt gegenüber, dass attraktive Renditen nur zu einem höheren Risiko erwirtschaftet werden. Das ist der Grund, warum wir den Ansatz um Relationship- und Dividenden-Modelle erweitert haben. Unsere Beziehung zur

Unternehmensführung macht es uns möglich, das Risiko zu managen, indem wir nur das kaufen, was wir kennen und von dem wir genau wissen, dass es günstig ist.

#### Knörr: Gibt es etwas, was Sie dabei von anderen Small-Cap-Investoren unterscheidet?

STEEL: Ja, und das ist ein ganz wichtiger Punkt. Anders als die meisten anderen Small-Cap-Investoren fokussieren wir uns auf die Dividende, die potenziell all das, wonach wir in der Partizipation und dem Management suchen, einschließt. Ein hoher Dividendenenertrag könnte bedeuten, dass ein Unternehmen unterbewertet ist und dass er die Basis für einen soliden Jahresgewinn liefert. Die

„Wir betrachten unseren Ansatz als quotiertes Dividenden-Investing mit einem Flair von Private Equity“

Dividende deutet auch an, dass das Unternehmen nachhaltiges Lizenzgeschäft und einen starken Cashflow hat. Sie zeigt, dass das Management, was auch den zukünftigen Wettbewerbsvorteil angeht, zuversichtlich ist. Aber: Die Dividendenhöhe ist auch ein Signal dafür, dass die Unternehmensführung aktionärsfreundlich ist und begriffen hat, dass loyale langfristig ausgerichtete Aktionäre einen jährlichen Coupon als Belohnung verdienen. Und nicht zuletzt zeigt die Dividendenhöhe, dass das Management sehr fähig bei der Kapital-Allokation ist. Wir haben nichts gegen Wachstum, aber wir zahlen nur für profitables Wachstum. Kurzum: Wir betrachten unseren Ansatz als quotiertes Dividenden-Investing mit einem Flair von Private Equity.

#### Knörr: Wo sehen Sie genau Ihre Vorteile und welche Rolle spielt dabei die Beziehung zu den Unternehmen, in die Sie investieren?

STEEL: Unseren Wettbewerbsvorteil erzeugen wir durch unseren Informationsfluss, den wir dadurch erreichen, dass wir

uns verhalten wie ein Teilhaber aus der realen Welt und nicht wie ein Zuschauer aus der Finanzwelt. Um deutlicher zu werden: Unser Fünf-Prozent-Anteil erlaubt es uns, regelmäßig in Kontakt mit der Unternehmensführung und sogar der Ebene darüber zu bleiben. Wir können gemeinsam mit ihnen an einem Tisch sitzen und wie ein strategischer Sparringspartner agieren. Doch zudem ermöglicht uns der Fünf-Prozent-Anteil, tiefer in die Firma einzutauchen und so den tatsächlichen, langfristig echten Wert des Unternehmens zu verstehen. Generell kombinieren wir unsere Termine mit dem CEO idealerweise mit Besuchen der Schlüsselbetriebsanlagen. Dort treffen wir die Leiter der Hauptgeschäftseinheit, Distributoren und sogar Kunden.

**Knörr: Sie sind also nicht nur Investor, sondern auch Partner. Erzielen Sie Ihre Gewinne allein durch das Wachstum der Unternehmen und der so steigenden Aktienkurse?**

STEEL: Nicht nur. Etwas anderes ist auch noch in diesem Zusammenhang sehr wichtig. Wenn der Wert dieser kleinen, aber strategisch wichtigen Unternehmen nicht vom Aktienmarkt erkannt wird, werden sie oft von größeren Firmen übernommen. Im Schnitt geschieht

so eine Übernahme gegen eine bemerkenswerte Prämie einmal im Jahr. Unser Fünf-Prozent-Anteil bedeutet dabei

„Unser Fünf-Prozent-Anteil bedeutet dabei auch, dass wir eine führende Rolle bei den Verhandlungen um den Übernahmepreis haben“

auch, dass wir eine führende Rolle bei den Verhandlungen um den Übernahmepreis haben, sodass wir sicherstellen können, dass der angemessene langfristige Wert auch erreicht wird.

**Knörr: Eine hohe Participation-Rate an einem Small-Cap-Wert hat sicher Vorteile. Sehen Sie auch Gefahren?**

STEEL: Einen Anteil von fünf Prozent zu halten ist eine beschwerliche Verantwortung. Bei Delta Lloyd vergessen wir nie diese Verantwortung, um eine gute Unternehmensführung zu gewährleisten. Wir investieren ausschließlich in Unternehmen, die einen langfristigen Wert kreieren, und wir verstehen, dass solche Unternehmen mit ihren Anteilseignern kommunizieren müssen. Das umfasst die Kunden, die Angestellten und die Gesellschaft als Ganzes. Wir sind

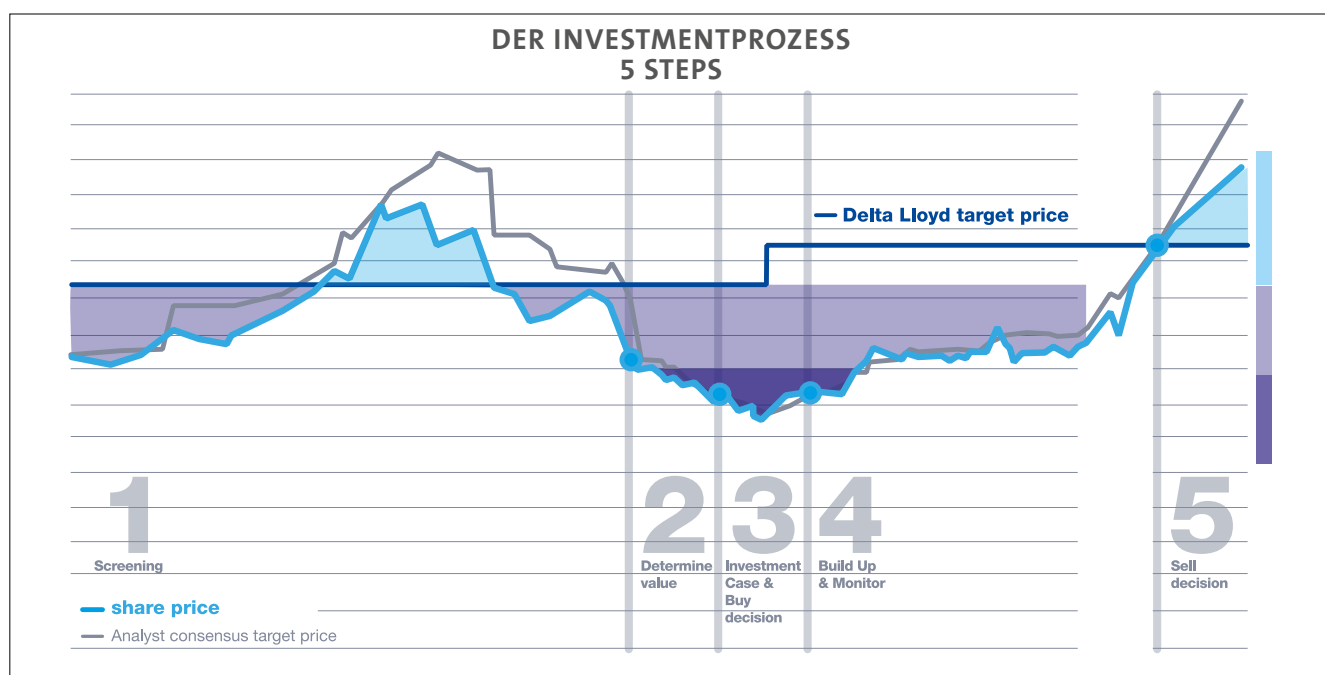
ein sozial verantwortlicher Investor, der darauf vorbereitet ist, sich – wann auch immer ein Thema ansteht – beim Management einzuklinken.

**Knörr: Wie screenen Sie das Small-Cap-Universum und welche Value-Kennzahlen sind für Sie von besonderer Bedeutung?**

STEEL: Wichtig ist, dass wir unsere Ideen intern generieren. Wir betreiben ein monatliches quantitatives Screening, bei dem wir vor allem auf die Größe und den Dividendenertrag achten. Danach folgt ein zweites Screening, bei dem die Stabilität von Schlüssel-Finanzkennzahlen wie die Margen der vergangenen 10 bis 20 Jahre untersucht werden. Wir wollen so herausfinden, ob das Unternehmen zum Fondsprofil passt: Ist das Unternehmen für seine Kunden einzigartig? Wird der Wert beständig durch ein gut etabliertes Geschäftsmodell gesteigert?

**Knörr: Beschreiben Sie bitte Ihre qualitative Analyse. Wie sieht zum Beispiel ein idealer Unternehmensbesuch für Sie aus?**

STEEL: Die Idee entsteht zunächst durch das Screening und wird bewertet, in dem wir unser hauseigenes Tool anwenden, das auf Basis von Studien



Quelle: Delta Lloyd Asset Management

an der Columbia-Universität entwickelt wurde. Dort werden unsere Fondsmanager übrigens auch fortgebildet. Wir gehen folgendermaßen vor: Zuerst lesen wir sorgfältig den Jahresbericht und kreieren so erste Modelle. Wenn wir ein ausreichendes Aufwärtspoten-

„Wir füttern die Vögel gern, wenn sie hungrig sind“

zial, Margen oder Sicherheit entdeckt haben, beginnt die eigentliche Arbeit. Zuerst treffen wir den CEO, um seine Leidenschaft, seine Verbundenheit mit dem Unternehmen und sein Verständnis für die Firma an sich sowie für die Branche, in der er agiert, zu ergründen. Wir lernen dann auch den CFO kennen, um zu erfahren, wie er den Cashflow innerhalb des Geschäfts, der Schlüssel Finanzen und der operativen Benchmark überwacht. Wenn wir einmal einen Anteil erworben haben, besuchen wir zwei- bis viermal im Jahr das Unternehmen und versuchen, andere Schlüsselbetriebsanlagen und Personal kennenzulernen.

**Knörr: Ein großes Thema beim Small Cap Investing ist die Liquidität in all ihren Ausprägungen. Wie tragen Sie dem Thema beim Trading und in Stressphasen Rechnung? Führen Sie im Team Liquiditätsanalysen des Portfolios und der Märkte durch?**

STEEL: Liquidität hat strategisch gesehen oberste Priorität. Deswegen verwenden wir sehr viel Zeit darauf, unsere Kunden über unseren Ansatz aufzuklären. Wir wollen so sicherstellen, dass wir eine breite Basis an loyalen, langfristig orientierten Investoren aufbauen. Innerhalb des Portfolios behalten wir vernünftige Cash-Levels und investieren zu vernünftigen Zinsaufschlägen in mehr oder weniger liquide Aktien. Hervorzuheben ist, dass wir Aktien kaufen, wenn sie nicht favorisiert werden, und wir sie wieder verkaufen, wenn der Markt sie erneut entdeckt. Wir füttern die Vögel gern, wenn sie hungrig sind. Zu guter Letzt haben wir ein sehr erfahrenes und hingebungsvolles Small-Cap-Trading-Team, das mit einem Einflussmodell arbeitet, um die Effekte großer Zu- und Abflüsse zu verstehen.

**Knörr: Wie funktioniert ihre Sell Discipline? Haben Sie hart definierte Trigger?**

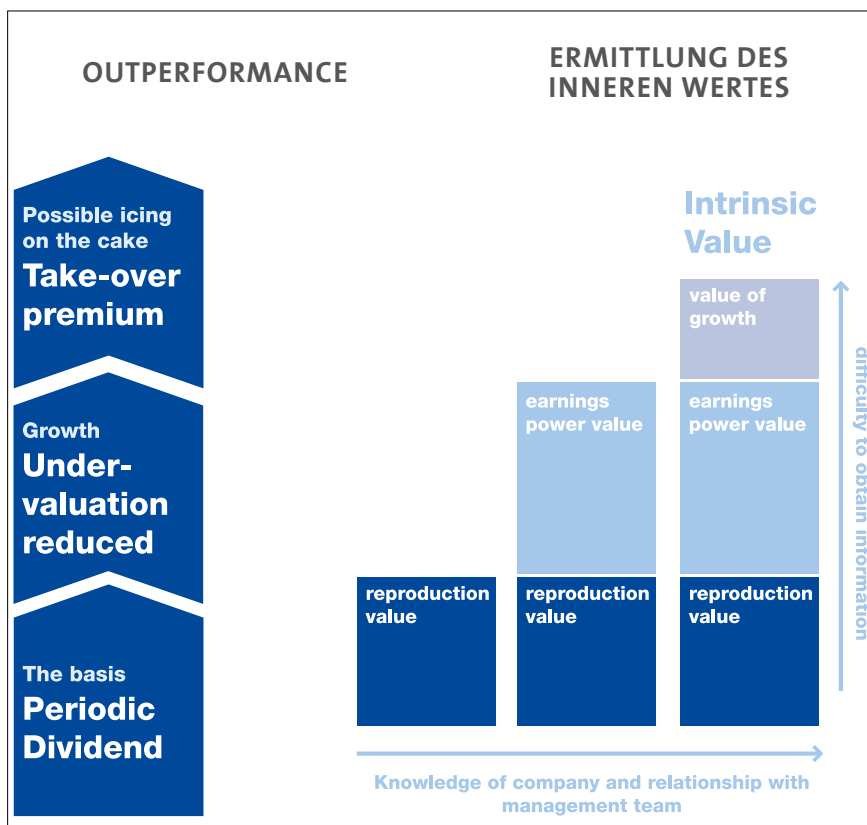
STEEL: Unsere Verkaufsentscheidung wird ausgelöst, wenn ein Aktienpreis seinen langfristigen wirklichen Wert erreicht, also sein Kursziel. Das geschieht auch, wenn wir nicht mit der Strategie des Managements übereinstimmen oder wenn das Unternehmen übernommen wird oder die Aktie nicht mehr gelistet ist. Eine Position kann auch gekürzt werden, wenn sie zu viel Gewicht im Portfolio hat.

„Wir glauben, dass eine Überdiversifikation riskant ist“

**Knörr: Ihr Ansatz klingt ziemlich Research-intensiv. Wie sieht die Teamstruktur aus, mit der Sie die Participation Funds steuern?**

STEEL: Lassen Sie mich etwas ausholen, um Ihre Frage zu beantworten. Wir glauben, dass eine Überdiversifikation riskant ist. Wenn man einmal die ganze harte Arbeit erledigt hat – und in unserem Fall dauert es im Schnitt zwei bis drei Wochen, bis wir einen Anlagevorschlag identifiziert haben – dann will man diese Mühen auch vollkommen in den Portfolioerträgen reflektiert sehen. Wir stimmen mit den jüngsten Harvard-Untersuchungen überein, wonach ein aktiver Manager mit maximal zehn bis zwölf Titeln den Wert steigern kann. Etwas anderes ist aber noch wichtiger: Ich glaube an den Wert eines kleinen, fokussierten Teams, das aus Individuen mit der gemeinsamen Leidenschaft für ihre Arbeit besteht. Das ist der Grund, warum wir zwei Senior-Fondsmanger und einen Junior-Fondsmanger für jeden Fonds haben und maximal in 25 bis 35 Titel investieren. Ich glaube außerdem an den Wert von Erfahrungen. Deswegen haben wir uns für den Mix aus nicht ausführender und ausführender Struktur entschieden. Das Participation-Team verfügt zusammen über 100 Jahre an Erfahrung.

**Knörr: Wie steuern Sie Ihr neues Asienprodukt? Haben Sie in Asien ein Team vor Ort?**



Quelle: Delta Lloyd Asset Management



Angus Steel (links) und Daniel Knörr sprachen Tacheles über den Dächern von Frankfurt

STEEL: Um in Asien erfolgreich zu sein, muss man nach meiner Erfahrung einen bewährten und hoch disziplinierten Investmentansatz wie Participation Investing mit lokalem, kulturellem und sprachlichem Wissen sowie mit Erfahrung kombinieren. Unser Asian Participation Fund wird genauso wie unsere europäischen Fonds gemanagt. Nur mit der Ausnahme, dass wir ein Team mit asiatischen Managern vor Ort haben. Wie auch in Europa besteht dieses Team aus zwei Senior- Fondsmanagern und einem Junior-Fondsmanager, die den Fonds auf Tagesbasis verwalten.

Die Fondsmanager vor Ort übernehmen das Screening, das Research, die Unternehmensbesuche und kreieren die Anlagevorschläge. Diese Vorschläge werden anschließend dem Anlagekomitee präsentiert und in einem Konsens wird dann entschieden, ob ein Anteil von fünf Prozent am Unternehmen gekauft wird oder nicht. Als Chef des Participation-Teams habe ich eine Funktion zwischen dem Team in Asien und dem Anlagekomitee in der Zentrale. Ich besuche mit dem Asienteam das Management aller Unternehmen, bevor wir investieren. Falls wir uns für ein Investment entscheiden, werden diese Besuche mindestens einmal im Jahr regelmäßig wiederholt.

**Knörr: Hat Ihr Haus im Bereich Small Cap Investing einen langen Track Record und wo liegt ihrer Meinung nach ihr „Competitive Edge“?**

„Zuerst treffen wir den CEO, um seine Leidenschaft, seine Verbundenheit mit dem Unternehmen und sein Verständnis für die Firma an sich sowie für die Branche, in der er agiert, zu ergründen“

STEEL: Delta Lloyd kann da auf eine lange und erfolgreiche Tradition zurückblicken, die von unserem derzeitigen CEO/CIO Alex Otto ins Leben gerufen wurde. Wir haben schon in den 1990ern damit begonnen, unser eigenes Geld zu investieren, und dann im Jahr 2000 den Delta Lloyd Deelnemingen Fonds, einen Mischfonds, der in kleine niederländische Unternehmen anlegt, lanciert. Dieser Fonds hat bisher eine durchschnittliche jährliche Rendite von etwa zwölf Prozent erwirtschaftet. Aufgrund dieser Erfolge haben wir 2007 einen Pan European ex Netherlands Mischfonds, den Europees Deelnemingen

Fonds, aufgelegt. Dann, im September 2009, haben wir einen echten Pan European Fonds, den European Participation Fonds, ein SICAV-Konstrukt, auf den Markt gebracht, der sich an internationale Investoren richtet. Ermutigenderweise zeigen all diese Fonds die gleichen Risiko-Rendite-Merkmale wie unser erster niederländischer Fonds.

**Knörr: Das hört sich interessant an. Planen Sie denn in Zukunft, noch weitere Fonds auf den Markt zu bringen?**

STEEL: Ja, im September haben wir bereits den Asian Participation Fonds aufgelegt und im letzten Quartal dieses Jahres werden wir unser aufpoliertes europäisches Small-Midcap-Produkt relaunchen. Während die beiden Small-Microcap-Fonds gemeinsam bei 1,5 Milliarden Euro begrenzt sind, wird der Midcap-Fond genau den gleichen Prozess anwenden. Die Investoren haben die Möglichkeit, durch bestimmte Werkzeuge die Informationsasymmetrie mit einem etwas anderen Risiko-Rendite-Profil anzuwenden, indem sie in High-Yield-Unternehmen investieren, die sich zwischen 1,5 und 4 Milliarden Euro an Marktkapitalisierung bewegen.

**Knörr: Ich danke Ihnen herzlich für dieses Gespräch.**