

Interview von Olivier de Berranger - 15 Mai 2014

durch Philippe Maupas



Philippe Maupas ist ein Absolvent der Wirtschaftshochschule HEC (1987), Inhaber des CFA und der de Chartered Alternative Investment Analyst (Caia). Derzeit ist er Vorstandsvorsitzender der Französischen CFA Society, Aktieninhaber der Firma Quantalys und Consultant. Zuvor war er bei Morningstar, La Cote Bleue und KNEIP SAS Geschäftsführer.



Arty - ISIN: FR0010611293

Olivier de Berranger, Sie sind kein reiner, fundamentaler Stockpicker. Dies war jedoch bis vor fünf Jahren das Markenzeichen der Fondsmanager der Financière de l'Echiquier. Welchen Werdegang hatten Sie vor der Lancierung des Arty und warum dieser Fonds in einer Stockpicker-Boutique?

Nach meinem Studienabschluss an der Wirtschaftshochschule HEC im Jahr 1988 arbeitete ich mit komplexen Zinsprodukten im Market Making und Trading auf eigene Rechnung für große französische Banken (Crédit Lyonnais, Crédit Agricole Indosuez und danach Calyon) im Handelssaal. Ich begegnete Didier Le Menestrel, der eine Zinssparte lancieren wollte, und schloss mich ihm 2007 an. Es gab im Haus bereits einen vorsichtig agierenden Mischfonds, den 1995 aufgelegten Echiquier Patrimoine.

Mein Eintritt im Jahr 2007 ermöglichte dem Unternehmen, die Lancierung von Echiquier Oblig, einem in Unternehmensanleihen investierten Fonds. Wir besaßen eine sehr gute Kenntnis der europäischen Unternehmen und interessierten uns daher wie selbstverständlich für die von diesen Unternehmen begebenen Anleihen.

Der Arty wurde im Mai 2008 mit dem Wunsch nach Einfachheit lanciert: ein Universum europäischer Unternehmen; keine exotischen Anlageklassen (weder Rohstoffe noch Gold).

Als Stock- und Bondpicker sind wir „Unternehmens-Picker“: So haben wir im Laufe der Zeit beispielsweise sämtliche von GDF Suez begebenen Instrumente investiert. Da wir das Unternehmen sehr gut kennen, haben wir von Commercial Papers über die 5-jährigen Anleihen bis zur ewigen Anleihe und den Aktien gehalten.

Wie steuern Sie die Vermögensallokation des Arty und wie bauen Sie das Portfolio auf?

Die Financière de l'Echiquier wird als sehr „bottom up“ wahrgenommen, aber unser Ansatz bei der Vermögensallokation ist sehr prozessorientiert und folgt der Strategie, die in Absprache mit dem gesamten Managementteam durch Marc Craquelin, den Direktor für Anlagetätigkeit, am Jahresanfang festgelegt wird. Diese Strategie wird vierteljährlich angepasst.

Jeden Montagmorgen haben wir eine Sitzung mit allen Fondsmanagern, um uns über die wesentlichen Ereignisse und Treffen der Vorwoche auszutauschen. Die Allokation des Arty ergibt sich aus diesem Austausch, und der Fonds ist im Gegensatz zu vielen flexiblen Fonds am Markt in Direktanlagen investiert: Außer Barmitteln gibt es wenig hauseigene Fonds im Portfolio.

Bei der Aktienkomponente geht der Arty opportunistisch vor: Vor zwei Jahren hatte ich wie der Aggressor einen starken Wachstumsansatz. In den letzten Monaten habe ich ihn „Value“ ausgerichtet, wobei mir der Echiquier Value die Anlageideen gab: Ich mache das Stock-picking des hauseigenen Stock-pickings und kann daher bei dem Stil der Portfoliowerte sehr flexibel sein.

Unter den Fondsmanagern tauschen wir uns sehr offen und sehr transparent aus: Alle 2 Monate erklären wir im Fondsausschuss, was wir getan haben und tun werden, und fordern uns gegenseitig.

Es gibt einen betriebseigenen Prozess, aber ich bin wie alle Fondsmanager der Financière de l'Echiquier der letzte Entscheider über die von mir geleiteten Strategien.

Sie sprechen im Prospekt von Anlagen in französischen und europäischen Aktien mit hohen Dividenden. Ist dies Ihr einziges Auswahlkriterium? Ist die Aktienkomponente „Value“ orientiert?

Jede Aktie, die eine Dividende bringt, ist in einem Niedrigzinsumfeld willkommen. Gute Wachstumswerte hatten und haben stets Dividendenrenditen von über 3 %. Ich bin also nicht auf einen Stil festgelegt. In einem Bereich von 3 bis 6 % Dividendenrendite fühle ich mich noch sehr wohl: Die mittlere Dividendenrendite im Fonds liegt seit Lancierung bei rund 4 %.

Ich misstrauere zu hohen Renditen: Geschichte zeigt, dass Renditen von über 10 % nie von Dauer sind.

Warum ist das Exposure in Aktien auf 50 % des Vermögens und jenes in kleinen und mittleren Werten auf 10 % begrenzt?

Vor allem zur Unterteilung der Fondspalette: Den Echiquier Patrimoine mit einem Spielraum für Aktien von 0 bis 25 % gab es bereits. Am anderen Ende der Fondspalette kann der Agressor sein Aktienexposure auf 60 % reduzieren. Daher wurde der Arty bei der erwarteten Volatilität zwischen diesen beiden Fonds angesiedelt.

Der Arty darf bis zu 35 % seines Vermögens in Hochzinstiteln anlegen. Somit entspricht das Risiko des Fonds bei 50 % Aktien und 35 % Hochzinsanleihen dem Risiko des Agressor bei dessen geringstem Risikokonfiguration.

Bei den kleinen und mittleren Werten haben wird die Gewichtung begrenzt, um im Arty unter keinen Kapazitätsprobleme leiden zu müssen. Die durchschnittliche Kapitalisierung der Aktien im Portfolio beträgt 40 Milliarden: So habe ich kein Liquiditätsproblem.

Mit welchen internen Ressourcen beobachten Sie das Universum der Ihnen offenstehenden Anleihen?

Unsere interne Datenbank Phénix ist ein außergewöhnliches Tool: Sie gibt uns bis weit in die Vergangenheit Zugang zu unseren früheren und aktuellen Unternehmensanalysen.

Ingénico begibt beispielsweise derzeit eine Anleihe. Dieses Unternehmen wird nicht von den Ratingagenturen benotet, aber ich kann seine Emission bewerten, da wir es seit vielen Jahren sehr gut kennen. Überdies habe ich zwei eigene Analysten: einen für die Kreditstrategien und einen für den Fonds.

Kann Ihr Mindest-Exposure von 40 % in Zinsprodukten bei steigenden Zinssätzen zum Handicap werden?

2013 gab es trotz eines Zinsanstiegs von 60 Basispunkten bei der 10-jährigen Bundesanleihe keinen Nachteil. Die kurzfristigen Zinsen werden in Europa noch lange bei Null bleiben. Das „Carry“ am kurzen Ende der Kurve wird weiterhin funktionieren. Der Draghi-Put ist ein Put auf Kredite: Wenn Sie an angemessen geführte europäische Banken oder Unternehmen für zwei bis drei Jahre Geld verleihen, ist das Risiko begrenzt.

Misstrauischer bin ich beim langen Ende der Zinskurve, die in Europa von den steigenden US-Zinssätzen mitgezogen wird.

Meine Strategie besteht darin, Kurzläufer und Risikoprämie oder durationsgesicherte länger laufende Titel über notierte Derivate zu kaufen, um die modifizierte Duration des Portfolios zu verringern (Schatz, Bobl und Bund in Frankfurt).

Die Durationen verlängern sich bei den Corporates aufsehenerregend; wo man an BMW 2008 mit Sorge für 3 Jahre zu 9 % verlieh, verleiht man heute an irgendjemanden für 10 Jahre. Vorsicht setzt sich gegen Duration durch.

Sie schreiben in Ihrem letzten Monatsbericht: „Der Monat April schloss mit einer High-Yield-Emission [von Numericable] von in Europa nicht gekannter Höhe. Dies ist ein weiterer Beleg, dass die Disintermediation der Finanzierung hier unabwendbar ist.“ Man kann darin auch die Fortsetzung einer Blase bei Unternehmensanleihen im Allgemeinen und bei Hochzinstiteln im Besonderen sehen. Bereitet Ihnen das keine Sorgen?

Betrachten wir die Geschichte seit 2008: In Europa erleben wir gerade eine massive, bisher nicht gekannte Phase der Entschuldung („deleveraging“). Vor Numericable hatte es in Europa keine Finanzierung einer

Übernahme durch Schuldtitel gegeben. Numericable war die erste Nachkrisenemission in Europa, und die Nachfrage lag mit 70 Milliarden bei einem sehr beachtlichen Betrag.

Die Verbindung des Niedrigzinsumfeld und dem zuvor von mir erwähnten Draghi-Put bringt die Anleger zum Verleihen. Bei Hochzinstiteln sehe ich für 6-12 Monate keine größeren Risiken.

Für mich sind 5-jährige Investment-Grade-Titel viel, viel riskanter als Hochzinstitel: Ein Zinsanstieg um 50 Basispunkte würde ein Kupon-Jahr kosten. Dies ist bei Hochzinstiteln nicht der Fall.

Überdies ist unsere Definition von Hochzinstiteln selektiv: keine CCC- und keine notleidenden Papiere. Wir bleiben bei hochwertigen Hochzinstiteln und legen insbesondere in sehr soliden „Fallen Angels“ wie Lafarge oder Wendel an.

Ihr maximales theoretisches Exposure in spekulativen Anleihen oder Anleihen ohne Rating beträgt 55 % des Vermögens (20 % in handelbaren Forderungspapieren und 35 % in Anleihen). Kann die Suche nach Rendite in einem Niedrigzinsumfeld Sie auf dieses Niveau führen?

Wir haben keine Hochzinstitel in der Komponente handelbare Forderungspapiere. Daher liegt der Höchstwert nur in der Anleihenkomponente bei 35 %. Ich bin seit 2011 sehr nahe an diesem Höchstwert.

Ihr Maximum Drawdown beträgt 13,37 % (1. Juni – 25. November 2011), ein ausreichendes, aber nicht außergewöhnliches Niveau für einen flexiblen Fonds mit einem auf 50 % begrenzten Aktienexposure. Der Erholungszeitraum war rund 1 Jahr (23.11.2012). Mit welcher Risikokontrolle sollen Kursrückgänge möglichst gering gehalten werden?

Sommer 2011 war wegen der extremen Korrelation zwischen Hochzinstiteln und Aktien die schlechte Phase des Arty. Danach hat unser Risikocontroller, der von Acropole AM kam, Stresstests eingeführt, mit denen wir die Auswirkungen verschiedener Krisen auf das Arty-Portfolio bewerten können. Ich strebe einen theoretischen Maximum Drawdown von 10 % an.

Der Referenzindex hat sich seit Auflegung des Fonds geändert: Anfangs war er ein zusammengesetzter Index mit 75 % EONIA + 25 % Stoxx 600 ohne Dividenden, später ab 1. Januar 2013 mit Wiederanlage der Dividenden und dann 50 % Iboxx corp. 3-5 Jahre + 25 % Eonia + 25 % MSCI Europe NR. Warum diese Änderung? Änderte sich hierdurch die Art Ihres Fondsmanagements?

Umgekehrt. Der Index hat sich der Art des Fondsmanagements angepasst, um es getreuer widerzuspiegeln.

Ihr monatliches Reporting beschreibt nicht die Entwicklung der Vermögensallokation des Arty im Zeitverlauf. Sind Sie wirklich flexibel?

Das Aktienexposure schwankte zwischen 13 % (bei Lancierung des Fonds) und 42 % (2012). In einem Unternehmen von Stock-pickern hat man immer Anlageideen, und es erscheint mir sehr schwierig, das Exposure auf Null zu reduzieren. Wenn man das tut, ist es sehr kompliziert, wieder auf den Markt zurückzufinden.

Das Exposure in Hochzinsanleihen schwankte zwischen 10 und 35 %.

Sie haben ein „High Water Mark“-System für die Erfolgsprovision eingeführt, was bei den flexiblen Fonds französischen Rechts selten und lobenswert ist. Warum wurde für die Beurteilung dieser Performance ein direktionaler Index beibehalten?

Beim Arty kaufe ich mit dem Wachstum der Wirtschaft und der Unternehmen verbundene, direktionale und mehr oder weniger riskante Vermögenswerte. Wir haben daher sowohl für die Beurteilung der Fondsperformance als auch die Berechnung der Erfolgsprovision einen direktionalen Index gewählt.

Es ist immer mehr von einer Interessenangleichung zwischen Fondsmanagern und Anlegern die Rede. Können Sie mir sagen, wie Ihre variable Vergütung aufgebaut ist, und vor allem, ob die Dauer für ihre Optimierung an die von Ihnen für den Arty empfohlene Mindestanlagedauer (mehr als 5 Jahre) angeglichen ist?

Unsere variable Vergütung für das Fondsmanagement wird jährlich gemessen. Aber der größte Teil meines Finanzvermögens stammt aus den Aktien der Financière de l'Echiquier, und mein finanzieller Anreiz bemisst sich daher über den Zeitraum eines bzw. mehrerer Konjunkturzyklen. Ich weise noch darauf hin, dass alle Mitarbeiter des Unternehmens Aktionäre werden können.