



Total Return-Management in einem Stiftungsfonds zur Verstetigung von ausschüttungsfähigen Erträgen

Von Stefan Freytag – Deutsche Oppenheim Family Office AG

Stiftungen wollen regelmäßige und möglichst planbare Erträge aus ihren Vermögenswerten erzielen und dabei in der Regel nur geringe Risiken eingehen. Dieses Ziel wird aber immer schwieriger zu erreichen und viele Vermögensverwalter positionieren sich mit so genannten „Income Funds“, die über stetige Ausschüttungen für einen stetigen Geldfluss sorgen sollen. Werden diese Ansätze wirklich den Ansprüchen von Stiftungen gerecht oder gibt es gravierende Schönheitsfehler, weil beispielsweise das Thema Kapitalerhalt nicht berücksichtigt wird?

Vier Thesen sollen als Einstieg zum Thema „Total Return-Management zur Ertragssteuerung“ dienen.

These 1: Angemessene Erträge sind in der aktuellen Welt des Nullzinses mit Anleihen nicht mehr zu erzielen. Diese Umfeldbedingungen werden Investoren in Europa noch eine geraume Zeit begleiten und herausfordern.

These 2: Buy&Hold-Strategien bei Anleihen führen zu keinen befriedigenden Ergebnissen.

Ein Ausgleich durch Kapitalgewinne und andere Ertragsquellen ist nötig. Aber auch im Aktienmarkt ist spätestens seit Sommer 2015 der Weg steiniger geworden. Die Erschließung neuer Ertragsquellen führt zu einem komplexen *Total Return-Management*.

These 3: Ein erfolgreiches *Total Return-Management* benötigt große Flexibilität hinsichtlich des Einsatzes der geeigneten Anlageinstrumente (z.B. Derivate) und des Aktivitätsniveaus unabhängig von bilanzpolitischen Restriktionen beispielsweise einer Stiftung.

These 4: Bilanzielle und/oder institutionelle Methoden zur Ertragsglättung für *Total-Return-Manager* erhöhen deren Flexibilität und damit die Erfolgchancen.

Welche Erfolgsfaktoren sind für einen entscheidend?

Robuste Strategische Asset Allokation (SAA)

Ein sehr guter Investmentprozess basiert auf einem zielgerichteten und robusten strategischen

Grundidee, der SAA. So wie ein Unternehmer einen Projektplan hat, liefert eine SAA die Grundlage für die individuelle Investitionsentscheidung. Innerhalb des Investmentprozesses definiert die SAA eine langfristige Allokation und Investmentstrategie, welche maßgeschneidert auf die Rendite/Risiko-Erfordernisse des Investors sind.

Strukturierter und disziplinierter Investmentprozess

Ein strukturierter und disziplinierter Investmentprozess ist natürlich die Basis jeder seriösen Vermögensverwaltung und wird von jedem kritischen Investor als Voraussetzung angesehen.



Stefan Freytag ist seit 2013 Vorstandsmitglied der Deutsche Oppenheim Family Office AG.

Hier manifestiert sich der Unterschied zwischen Zufall und Nachhaltigkeit, zwischen Glück und Können.

Qualität bei der Titelselektion

Gerade die Berücksichtigung von Nachhaltig-



keit in der Titelauswahl hat positive Aspekte. Jedoch können dogmatische und einseitige Analyseansätze sehr schnell in die Irre führen. Auch Unternehmen, die sehr stark auf das Thema „Nachhaltigkeit“ setzen, können unter Umständen längere Zeit nur unterdurchschnittlichen wirtschaftlichen Erfolg aufweisen. Als verantwortlicher Vermögensverwalter muss man hier klare Entscheidungen treffen. In diesem Sinne ist eine Einzeltitelauswahl aufgrund profunder Mikroanalysen immer wieder mit dem globalen Blick auf Branchen und Investitionsstandorte der Unternehmen zu ergänzen und gegebenenfalls zu adjustieren.

Aktives und modernes Risikomanagement

Risikomanagement ist in jeder Teilstufe eines stringenten Investmentprozesses ein wichtiger Bestandteil. Folgende Einzelschritte haben die größte Relevanz:

- Erfassung aller relevanten Risikoarten
- Definition von geeigneten Risikokennzahlen zur bedarfsgerechten Messung
- Festlegung von Risikobudgets und Limits in Abhängigkeit von der Risikotragfähigkeit
- Erarbeitung eines Maßnahmenkatalogs, welcher die Handlungsschritte bei Risikoüberschreitung genau definiert

- Permanente Messung aller relevanten Einzelrisiken und des Gesamtrisikos
- Stringente Überwachung der festgelegten Maßnahmen und Handlungsschritte

Erwirtschaftung von Zusatzerträgen

Die Erwirtschaftung von Zusatzerträgen durch Wertpapierleihgeschäfte und die Vereinnahmung von Optionsprämien kann im Kontext eines klassischen Wertpapiermandats nur eine Ergänzung sein und wird nie die maßgebliche

Ertragswirkung zeigen. Gerade auch bei der Vereinnahmung von Optionsprämien sollte man streng opportunistisch vorgehen, um nicht die wesentlichen Entscheidungen aus einem Investmentprozess zu konterkarieren. So ist es ratsam, nur in sogenannten Volatilitätsanomalien aktiv zu werden und sich in die Position des Stillhalters zu setzen.

Die folgende Abbildung zeigt im Groben auf, wie sich die Komponenten eines Total Returns klassifizieren lassen und sich dann bei einem Investmentfonds in der Gestaltung der Fondsausschüttung bzw. der Veränderung des Marktwertes niederschlagen. Hier zeigt sich auch, dass gerade die realisierten Kursgewinne eine „hybride“ Wirkung entfalten können, da sie sowohl die Fondsausschüttung als auch die Veränderung des Marktwertes beeinflussen können.

Diese Ertrags-Glättungsmechanismen wurden beispielsweise bei der Steuerung unseres Stiftungsfonds FOS Rendite und Nachhaltigkeit (WKN: DWSOXF) in der Vergangenheit gezielt eingesetzt um im Spannungsfeld zwischen Total Return, Ausschüttungsrendite und Kapitalerhalt zu einer angemessenen Lösung für die Investoren zu kommen. Der Fonds konnte sowohl mit rund vier Prozent p.a. nach Kosten seine Total

Total Return-Komponenten bei einem Investmentfonds





Return-Zielmarke von drei Prozent pro Jahr übertreffen, eine stabile Ausschüttungsrendite von zwei Prozent p.a. erzeugen und sukzessive einen positiven Abstand zum Realkapitalerhaltziel aufbauen. Wiederholte und mehrjährige Ausschüttungen aus der Substanz verbieten sich gerade für Stiftungen, die oft den realen Kapitalerhalt als ein Anlageziel haben.

Welche Vorteile bieten Ertrags-Glättungsmechanismen für einen *Total Return-Manager*?

- Kursgewinne können in ordentliche Erträge transformiert werden.
- Kursgewinne können thesauriert und in Folgejahren verwendet werden.
- Die kompensatorische Bewertung von Kursgewinnen/-verlusten hat einige Vorteile:
 - Kein Einzelausweis von „schlecht“ gelaufenen Vermögenswerten, der zu Bilanzfraktionen führen könnte.
 - Stopp-Loss-Verkäufe können psychologisch besser umgesetzt werden.
 - Gewinne können realisiert werden, obwohl sie im laufenden Geschäftsjahr ggf. nicht benötigt werden.
 - Sicherungskosten können gegen Gewinne kompensiert werden.

Total Return, Ausschüttung und Kapitalerhalt beim FOS Rendite und Nachhaltigkeit 09/2009 – 03/2016



Jahr	Fondswert Anfang Geschäftsjahr	Ausschüttung pro Anteil	Ausschüttungsrendite*	Ausschüttungsziel	Inflation	Total Return nach Kosten	Kapitalerhalt aufbau**
2010	109,92	0,87	0,85 %	1,25 %	1,2 %	3,15 %	2,30 %
2011	103,21	3,07	2,97 %	1,25 %	2,5 %	-0,99 %	-3,96 %
2012	99,17	2,25	2,27 %	1,25 %	2,1 %	8,24 %	5,97 %
2013	104,98	2,20	2,10 %	1,25 %	1,6 %	6,09 %	3,99 %
2014	109,07	2,25	2,06 %	1,25 %	0,8 %	4,99 %	2,93 %
2015	112,20	2,20	1,96 %	1,25 %	0,1 %	4,14 %	2,18 %
Durchschnitt			2,03 %	1,25 %	1,4 %	4,27 %	2,24 %

*Ausschüttungsrendite = Ausschüttung/Anteil GJ : Anteilspreis GJ-Anfang
 **Kapitalaufbau = Total Return / Ausschüttungsrendite

Fazit: Die Ertrags-Glättungsmöglichkeiten in einem Stiftungsfonds können helfen, einen stetigen, laufenden Ertrag zu erzeugen. Psychologische und bilanzpolitische Hemmschwellen werden gemildert, um konsequente Portfoliumschichtungen durchführen zu können. Damit werden einem aktiven *Total-Return-Manager* notwendige Freiräume ermöglicht, eine Vielzahl von Ertragsquellen zu nutzen, die anders als der jährliche Zins einer Anleihe eher un stetig und oftmals in einer Periode in nicht angemessener Höhe anfallen.

Weitere Informationen: www.deutsche-oppenheim.de