

IM INTERVIEW:

## Kay-Peter Tönnnes

# Das Risiko-Management ist entscheidend

Kay-Peter Tönnnes ist Gründer, Ideengeber und treibender Kopf hinter den Strategien und Fonds von Antecedo Asset Management.

Er blickt auf 32 Jahre Erfahrung am Kapitalmarkt zurück, in denen er sich schon frühzeitig auf das Thema Risiko-Management spezialisierte. Heute verwaltet Antecedo fünf Publikumsfonds sowie eine Reihe von institutionellen Spezialfonds und Overlay-Mandaten. Insgesamt umfasst dies mehr als vier Milliarden Euro von institutionellen und privaten Anlegern überwiegend aus Deutschland.

Im Interview geht es vor allem um die Optionsgeschäfte des Asset-Managers, die hinter den beiden Publikumsfonds Antecedo Defensive Growth (A2PMW9) und Antecedo Growth Supreme (A3E18X) stecken. Der seit Februar 2020 investierbare Antecedo Defensive Growth ist mit einem verwalteten Volumen von 30 Millionen Euro in der Retail- und 560 Millionen Euro in der Institutional-Anlageklasse ein Flaggschiff des Unternehmens. Der Antecedo Growth Supreme wurde im Februar 2024 aufgelegt.





Mehr über Antecedo Asset Management erfahren Sie unter <https://www.antecedo.eu/>

## „Reine Schwankungsrisiken kann man kalkuliert eingehen. Echte Verlustrisiken sind zu vermeiden.“

### TRADERS': HERR TÖNNES, SIE HABEN SICH SCHON FRÜH AUF DAS RISIKO-MANAGEMENT SPEZIALISIERT. WAS GENAU VERSTEHEN SIE DARUNTER, WAS DIE ANLAGEPRAXIS ANGEHT?

**Tönnnes:** Letztlich heißt es nichts anderes, als möglichst gute Chancen mit möglichst billigen und vertretbaren Risiken zu finanzieren. Auf Dauer lässt sich auf diese Weise ein Vorteil erzielen. An den Märkten ist es also wichtig, zu wissen, was Risiko kostet, um es dann angemessen austarieren zu können.

### TRADERS': WELCHE ROLLE SPIELT DABEI DIE VOLATILITÄT?

**Tönnnes:** Eine große. Denn über die Volatilität werden Optionen gepreist, mit denen wir intensiv handeln. Allerdings ist Volatilität nur ein Hilfsmaß für Risiko. Denn man muss zwischen bloßen Schwankungsrisiken, also dem Hin und Her der Kurse, und wirklichen, dauerhaften Verlustrisiken unterscheiden. Während man reine Schwankungsrisiken kalkuliert eingehen kann, sind echte Verlustrisiken so gut es geht zu vermeiden.

### TRADERS': KÖNNEN SIE UNS DAS BITTE ANHAND EINES BEISPIELS ERKLÄREN?

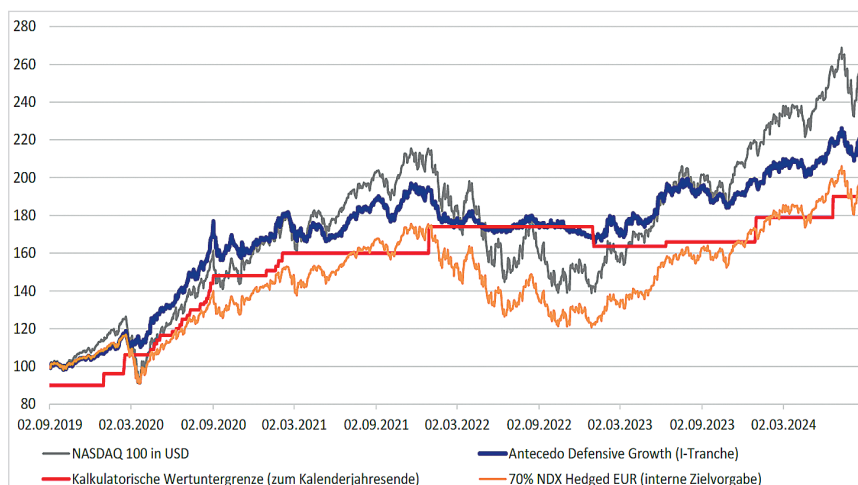
**Tönnnes:** Nehmen wir eine 10-jährige deutsche Staatsanleihe. Diese gilt als sicher, was die Kupons sowie die finale Rückzahlung des investierten Betrags am Laufzeitende angeht. Trotzdem weist sie während der Laufzeit je nach Zinsentwicklung am Markt kleinere oder größere Kurschwankungen auf. Diese stellen aber kein echtes langfristiges Verlustrisiko dar. Ganz anders sieht es bei volatilen Aktien von Unternehmen aus, die etwa in Bilanzskandalen verwickelt sind. Deren Schwankungen beinhalten auch

das Risiko dauerhafter Kursverluste oder sogar eines Totalverlusts des eingesetzten Kapitals, sollte es zu einer Insolvenz kommen.

### TRADERS': DER ANTECEDO DEFENSIVE GROWTH FONDS HAT DAS ZIEL, GRÖßERE VERLUSTE FÜR ANLEGER ZU VERMEIDEN. WIE FUNKTIONIERT DAS GANZE?

**Tönnnes:** Zunächst legen wir am Beginn jedes Jahres eine Wertuntergrenze fest. Diese beträgt etwa 90 Prozent des Anteilswerts. Die Verluste sind also auf rund 10 Prozent begrenzt. Als nächstes geht es darum, wie viel Partizipation an Kurssteigerungen damit je nach Marktumfeld umsetzbar ist. Im Durchschnitt zielen wir auf etwa 70 Prozent. Angewendet wird das Konstrukt auf den Nasdaq-100. Anleger können mit dem Fonds also auf Jahressicht im Durchschnitt 70 Prozent der Rendite des Index erzielen, ohne dabei größere Verlustrisiken einzugehen, die es beim Nasdaq-100 selbst durchaus gibt. Mit anderen Worten, wir bieten ein verbessertes Chance-Risiko-Verhältnis.

#### B1 Antecedo Defensive Growth

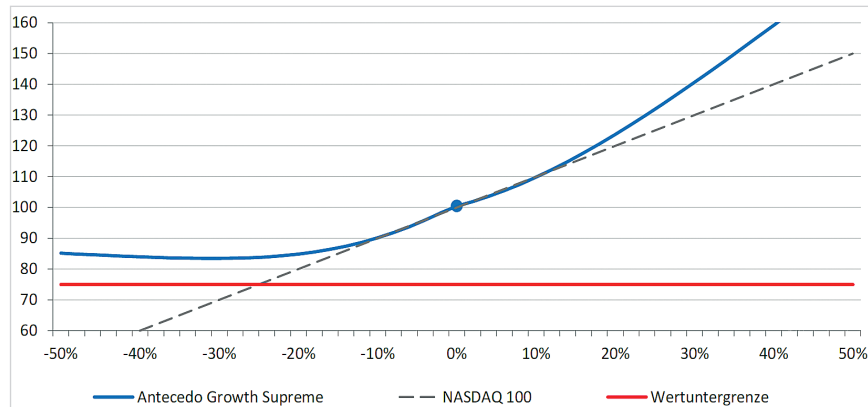


Der Antecedo Defensive Growth (blaue Linie) nimmt mit einem kalkulierten maximalen Jahresverlust von rund 10 Prozent zu etwa 70 Prozent an Aufwärtsbewegungen des Nasdaq-100 teil.

Quelle: Antecedo Asset Management, Bloomberg; Stand: 30.08.2024

„Das Ziel der Struktur ist es, eine ernsthafte Konkurrenz zu klassischen ETFs zu etablieren.“

## B2 Konzept des Antecedo Growth Supreme



Der Growth Supreme zielt auf eine volle jährliche Partizipation am Nasdaq-100 bzw. im Idealfall eine Outperformance ab. Zusätzlich bietet er eine marktabhängige Absicherung gegen Verluste von mehr als 25 Prozent.

Quelle: Antecedo Asset Management, Bloomberg; Stand: Januar 2024

Das Konzept scheint am Markt gut anzukommen, wenn man sich die Höhe des im Fonds verwalteten Vermögens anschaut.

### TRADERS´: SIE TAUSCHEN DIE ABSICHERUNG NACH UNTEN ALSO GEGEN EINE REDUZIERTER PARTIZIPATION NACH OBEN EIN. NUN HABEN SIE MIT DEM SUPREME-KONZEPT EIN WEITERES FORMAT NACHGELEGT. WORIN BESTEHT DER UNTERSCHIED?

**Tönnies:** Das Supreme-Konzept ist offensiver. Das Ziel ist eine vollständige Partizipation an den Kurssteigerungen des Nasdaq-100 auf Jahresbasis. Wir schauen hier also umgekehrt zur gerade beschriebenen Defensive-Growth-Idee auf den Markt. Das Ziel ist zunächst eine hundertprozentige Partizipation am Index. Danach schauen wir, welche Absicherung sich im jeweiligen Marktumfeld damit umsetzen lässt. Im Durchschnitt sind es 75 bis 80 Prozent des Anteilswerts.

Der Supreme-Fonds eignet sich also für alle, die nach oben dabei sein möchten und dafür mit einer geringeren Absicherung leben können. Das Ziel der Struktur ist es, eine ernsthafte Konkurrenz zu klassischen ETFs zu etablieren, bei denen Anleger im Fall von Kursverlusten voll mit dabei sind.

### TRADERS´: WIE SCHAFFEN SIE ES, SOWOHL EINE ABSICHERUNG ALS AUCH DIE VOLLE PARTIZIPATION NACH OBEN ABZUBILDEN?

**Tönnies:** Zunächst gibt es keine wirkliche Garantie, dass der Fonds besser performt als der Nasdaq-100. Aber wir streben es mit dem Supreme-Konzept ganz klar an. Denn in der Rückrechnung hat das in allen Jahren geklappt, wobei es in einem Jahr sehr knapp zugeht. Zum anderen ist zu bedenken, dass die Struktur immer zum Jahresbeginn aufgesetzt wird. Anleger, die unterjährig einsteigen, können deshalb je nach Marktentwicklung und Einstiegszeitpunkt zu Beginn eine Underperformance

erzielen. Drittens ist das Absicherungslevel vom Marktumfeld abhängig, insbesondere von der Volatilität. Gibt der Markt mehr Prämie her, ist die Absicherung besser und umgekehrt.

### TRADERS´: WIE LÄUFT ES BISLANG, SEIT DER FONDS IM FEBRUAR 2024 AUFGELEGT WURDE?

**Tönnies:** Nach acht Monaten liegt der Supreme-Fonds 5,94 Prozentpunkte vor dem Nasdaq-100 (Stand: 1. November 2024). Der größte Drawdown bislang betrug 11,2 Prozent, beim Nasdaq-100 dagegen 13,5 Prozent.

### TRADERS´: TROTZDEM BLEIBT NOCH DIE FRAGE: WO ZAUBERN SIE DIE PRÄMIE HER, UM NEBEN DER ANGEPEILTEN VOLLEN PARTIZIPATION AUCH NOCH EINE ABSICHERUNG VORNEHMEN ZU KÖNNEN?

**Tönnies:** Wir nutzen die Unterschiede der impliziten Volatilitäten von Indizes und in den Indizes enthaltenen Einzelaktien. Im Index ist die Volatilität niedriger, in den Einzelaktien meist höher. Weitere Details möchte ich dazu aber nicht verraten. Die Optionsprämien, die wir insgesamt als Überschuss verbuchen, werden zum Kauf von Call-Optionen auf den Nasdaq-100 verwendet, um eine Partizipation von mindestens 100 Prozent zu erreichen.

## „Wir nutzen Unterschiede der impliziten Volatilitäten von Indizes und deren Einzelaktien.“

### TRADERS': WAS MACHEN SIE MIT EINZELAKTIEN, DIE EINE GERIN-GERE IMPLIZITE VOLATILITÄT HABEN ALS DER INDEX?

**Tönnnes:** Auf diese Aktien schreiben wir keine Calls, sondern verwenden stattdessen den Index als Basiswert. Das betrifft aber nur etwa 10 Prozent aller Aktien. Ein aktuelles Beispiel mit niedriger impliziter Volatilität ist die Aktie von Pepsi.

### TRADERS': WANN SIND DIE UNTERSCHIEDE DER IMPLIZITEN VOLATILITÄTEN ZWISCHEN DEM INDEX UND DEN EINZELNEN AKTIEN BESONDERS GROSS?

**Tönnnes:** Das ist bei sehr hohen, aber auch bei sehr niedrigen Volatilitätsniveaus am Markt der Fall. Bei moderaten Volatilitäten ist die Differenz dagegen kleiner. Sie können sich den Verlauf in etwa wie ein „U“ vorstellen.

### TRADERS': KÖNNEN SIE VERRATEN, WANN SIE DIE OPTIONEN ROLLEN?

**Tönnnes:** Das variiert, je nach Höhe der impliziten Volatilitäten. Grundsätzlich sollte man nie eine Option so weit in das Geld laufen lassen, dass der Zeitwert irrelevant wird.

### TRADERS': AN WELCHER STELLE KOMMEN DISKRETIONÄRE ELEMENTE INS SPIEL?

**Tönnnes:** Ich achte auf makroökonomische Termine wie zum Beispiel Zentralbanksitzungen, die sich auf die Märkte auswirken können. Was die Einzelaktien angeht, versuche ich, mich beim Handel weitgehend aus der Zeit der Quartalsberichte herauszuhalten.

### TRADERS': GIBT ES BESTIMMTE MARKTPHASEN, DIE FÜR IHRE SYSTEMATIK UNGÜNSTIG SIND?

**Tönnnes:** Eher schlecht wäre ein fallender Markt mit abnehmender Volatilität beziehungsweise überhaupt abnehmende Volatilität. Vor allem relativ zum Index wäre eine stark

B3 Tageschart Pepsi



Pepsi ist eine der Aktien, die zum Zeitpunkt des Interviews eine niedrigere implizite Volatilität hatte als der Nasdaq-100, in dem sie enthalten ist. Deshalb schreibt Kay-Peter Tönnnes auf diese Aktie keine Call-Optionen zur Prämieinnahme, sondern nutzt anteilmäßig Short Calls auf den Index selbst.

Quelle: TradingView

fallende Volatilität bei einem nur leicht steigenden Markt ungünstig. Trotzdem hat die Supreme-Methodik im Backtest auch in solchen Jahren überzeugt.

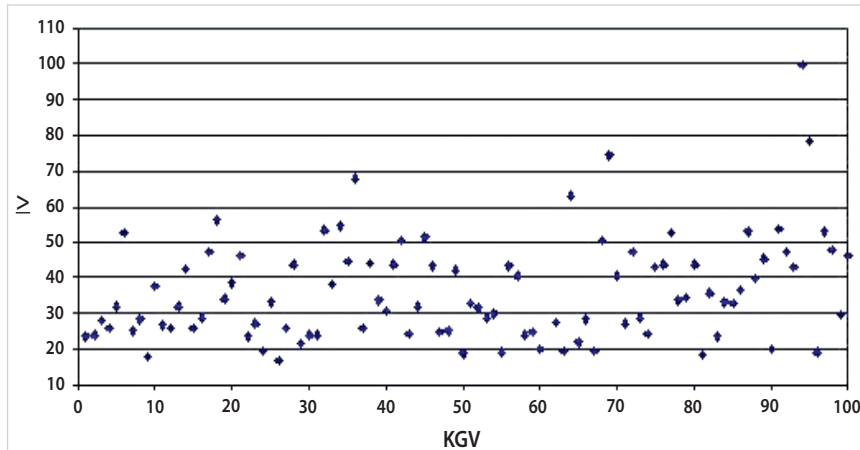
### TRADERS': IHRE ANSÄTZE ENTSPRECHEN WEITGEHEND DER PHILOSOPHIE DES PROGNOSE-FREIEN INVESTIERENS. WAS VERSTEHEN SIE DARUNTER?

**Tönnnes:** Prognosefrei bedeutet, dass wir nicht versuchen, kurz- oder mittelfristig vorherzusagen, wohin sich die Kurse von Märkten oder Einzelaktien entwickeln. Stattdessen wenden wir unsere Strategien im Risiko-Management an, wie es die einzelnen Konzepte vorsehen und reagieren damit auf das, was tatsächlich an den Märkten passiert. Das Motto ist also nicht, zu antizipieren, sondern zu reagieren. Langfristig ist es meiner Meinung nach aber trotzdem relevant, in welchen Markt investiert wird, wenn man erfolgreich sein will. Denn ohne ein zumindest zeitweise steigendes Basisinvestment kann auch das beste Risiko-Management keine attraktiven Renditen erzielen.

### TRADERS': DER NASDAQ-100 DÜRFTE ANGESICHTS DER BEIDEN BESPROCHENEN FONDS IHR FAVORIT SEIN. WELCHEN MARKT WÜRDEN SIE DAGEGEN MEIDEN?

## „Finger weg von Aktienprognosen. Und niemals offene Optionsrisiken schreiben.“

### B4 Kein Zusammenhang zwischen impliziter Volatilität und KGV



Die Grafik zeigt die implizite Volatilität (IV) und das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) der Aktien des Nasdaq-100. Es ist zu erkennen, dass die Höhe der IV-Werte keine Rückschlüsse auf das KGV zulässt. Deshalb lässt Kay-Peter Tönnies fundamentale Kennzahlen bei seinen Strategien außen vor.

Quelle: Antecedo Asset Management

**Tönnies:** Zum Beispiel China. Wir haben uns dagegen entschieden, einen Publikumsfonds im Supreme-Format auf den Hang Seng China Enterprises aufzulegen. Der Optionsmarkt wäre zwar liquide genug und in Spezialfonds-Mandaten für institutionelle Anleger setzen wir das auch um. Denn die Supreme-Strategie lässt sich auf jeden liquiden Aktienindex anwenden.

Aber für den breiten Anlegerkreis ist dieser Markt aus wirtschaftspolitischen Gründen unserer Einschätzung zufolge kein solides Investment. Langfristig ist das Kurspotenzial meiner Meinung nach bei westlichen Technologieaktien am höchsten.

### TRADERS´: WAS PLANEN SIE FÜR DIE ZUKUNFT?

**Tönnies:** Wir sind aufgrund der hohen Nachfrage seitens unserer Kunden gerade dabei, einen neuen Fonds vorzubereiten, der die Supreme-Systematik auf den EURO STOXX 50 anwendet. Neben US-Technologie können Anleger dann auch den europäischen Markt damit abbilden.

### TRADERS´: HALTEN SIE DEN EUROPÄISCHEN MARKT NACH RUND 15 JAHREN UNDERPERFORMANCE AUFGRUND DER GÜNSTIGEREN BEWERTUNG GEGEN-

### ÜBER DEN USA FÜR AUSSICHTS-REICHER?

**Tönnies:** Nein. Ich denke, dass der US-Markt für Anleger nach wie vor attraktiver ist. Das geht schon damit los, dass dort eine ganz andere Aktienkultur herrscht. Zwar gab es in früheren Zeiten mehrfache Wechsel der Outperformance zwischen den USA und Europa. Doch das betraf die Old Economy, in der beide Regionen in etwa gleichauf waren. Diese Zeiten sind vorbei.

In der New Economy mit Schlüsselbereichen wie Chipindustrie, Biotechnologie und künstlicher Intelligenz liegen die USA meilenweit vorn. Nach wie vor sind es diese Themen, die das Wachstumspotenzial für die Zukunft bieten. Es gibt zwar auch ei-

nige Bereiche wie die Verjüngungsforschung innerhalb der Pharmaindustrie, bei denen in Europa künftig etwas geboten werden könnte. Aber das bleibt zunächst noch abzuwarten.

### TRADERS´: HABEN SIE ETWAS, DAS SIE ANLEGERN UND TRADERN MIT AUF DEN WEG GEBEN MÖCHTEN?

**Tönnies:** Zum einen: Finger weg von kurzfristigen Aktienprognosen. Aus eigener Erfahrung weiß ich, wie weit man damit danebenliegen kann.

Und zum anderen niemals offene Optionsrisiken schreiben, also insbesondere keine ungedeckten Short Calls oder – noch gefährlicher – Short Puts eingehen. Covered Calls kann man dagegen durchaus machen, wenn die Aktie im Depot liegt.

### TRADERS´: VERRATEN SIE UNS ZUM ABSCHLUSS NOCH, WIE SIE PRIVAT INVESTIEREN?

**Tönnies:** Gerne. Ich bin mit jedem Euro, den ich für Investments zur Verfügung habe, in unseren eigenen Fonds investiert, sonst nirgends. Ich habe auch keine Einzelaktien.

Das Interview führte Marko Gränitz.