



## *WER BRAUCHT DENN SCHON ABSOLUTE RETURN?*



*Marcus Storr*

*Head of Alternative Investments*

*FERI Trust GmbH*

***Mehr erkennen.  
Mehr erreichen.***

- I. Absolute Return – Eine Einordnung**
- II. Absolute Return - Strategien
- III. Statistische Analyse
- IV. UCITS oder Offshore?
- V. Zusammenfassung

Alternative Investments		
Assetklassen		Hedgefonds/Absolute Return
<b>Private Equity</b>	<b>Sachwerte</b>	<b>Absolute Return</b>
Buyout	Immobilien (direkt und indirekt)	Equity Hedge
Growth	Infrastruktur	Event Driven
Special Situations	Rohstoffe	Relative Value
Venture Capital	Kunst	Tactical Trading

## Alternative Investment Fonds...

- ... greifen auf alternative Renditequellen zu (beispielsweise alternative Märkte oder Risiken)
- ... steigern somit die Portfolio-Diversifikation
- ... stellen hohe Anforderungen an Due Diligence, Administration und Risikomanagement
- ... sind oft kaum liquide, replizierbar oder skalierbar
- ... besitzen oft (zu) hohe Kostenstrukturen mit Erfolgsgebühren
- ... sind auch von der Entwicklung von traditionellen Assetklassen und deren Risikoprämien abhängig
- ... kann es als Offshore – oder als UCITS-Variante geben

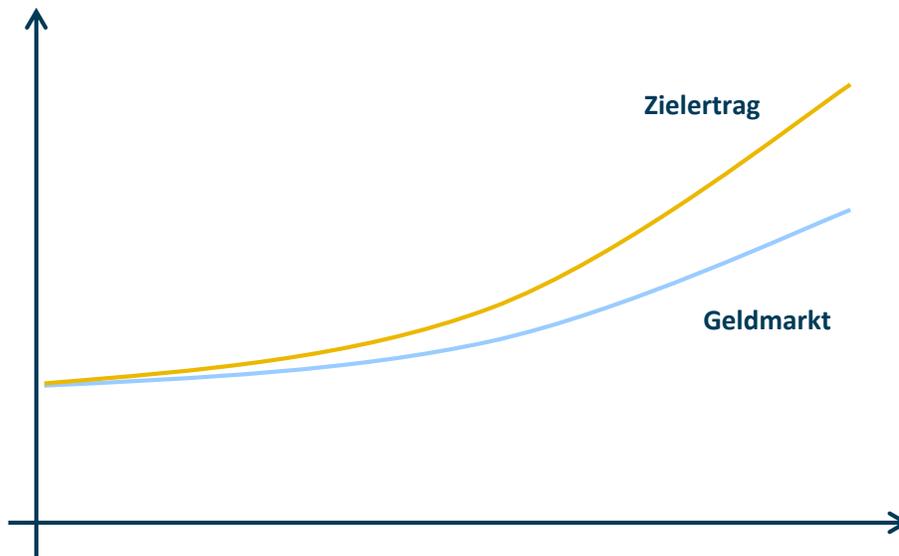
# WUNSCHVORSTELLUNG «ABSOLUTE RETURN»



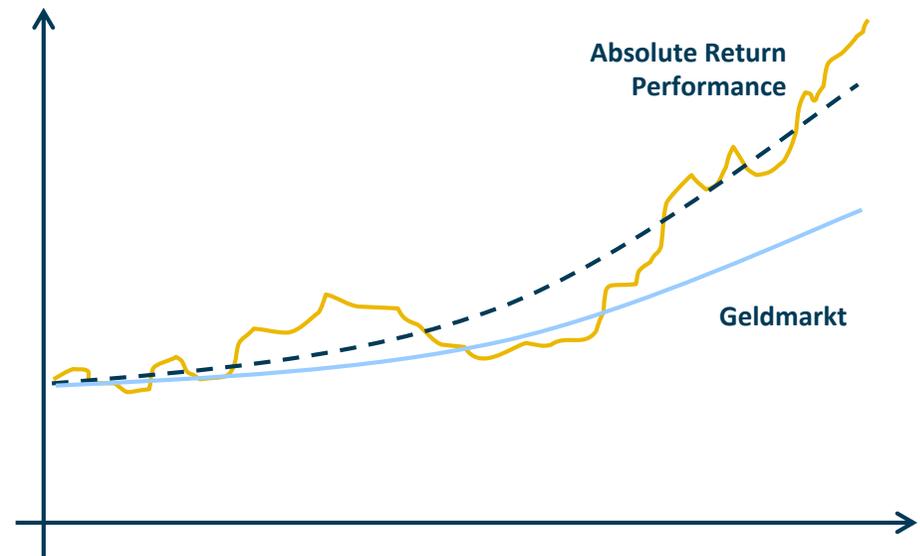
## Realität: Absolute Return über den Anlagehorizont

- Alle Anlagestrategien beinhalten Risiken, die Vermögensverluste hervorrufen können
- Der Mehrwert aktiver Anlagestrategien entsteht mittelfristig – Alphas sind kurzfristig schwankend

Wunsch: Absolute Return in jeder Periode



Realität: Schwankungen auch bei Absolute Return



→ Herausforderung: Anlagestrategien mit kontrolliertem Risiko und stabiler Ertragsentwicklung

# ALTERNATIVE RENDITEQUELLEN

Nichtklassifizierbare Renditen auf Finanzmärkten, also Alpha, sind die nichtklassifizierten Tiere im Dschungel.



Wird ein Tier klassifiziert, gilt es als alternatives Beta. Im Jahr 2019 sind 99,9% der großen Tiere klassifiziert.

## Alpha oder Beta ?

$\alpha$

$\beta$

Alpha ist der Teil der Performance der **nicht** durch ein gewähltes quantitatives Modell **erklärbar** ist.

Beta ist der Teil der Performance der durch das gewählte Modell erklärbar ist.

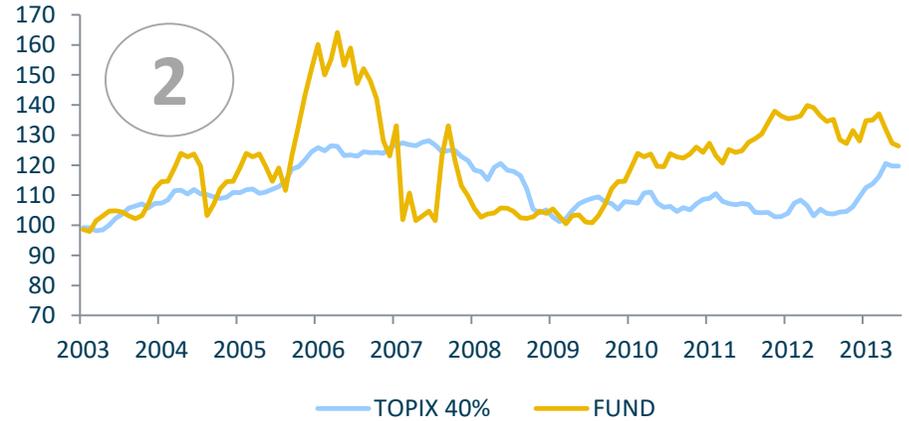
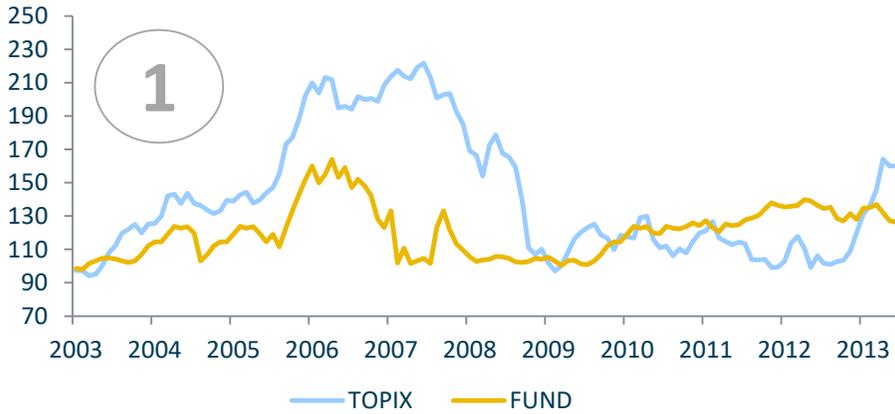


- Es gibt viele Märkte, Assetklassen und Strategien. Deshalb gibt es auch viele Alphas und Betas.
- Alternative Betas sind von Bedeutung! (z.B. Merger Spreads, RMBS Spreads, Short Interest, VIX, Momentum, Handelstechnik, etc.)

# DYNAMISCHE MODELLIERUNG VON FAKTOREXPOSURE



Japanischer Equity Long Short-Fonds mit einem durchschn. Netto-Exposure von 40% zum TOPIX



- Hohes (alternatives) Beta heißt, dass die Renditequellen gut identifizierbar sind.
- Ein hohes historisches Alpha bedeutet **nicht**, dass der Manager für die Überschussrenditen verantwortlich ist. Hohes Alpha heißt nur, dass die Renditen nicht aus einem Modell mit erklärbaren Quellen kommen.
- **Langfristig sind alle Überschussrenditen durch alternative Renditequellen erklärbar.**
- **Optimalerweise liefern AR-Fonds kein Alpha (!), sondern alternatives Beta**



## Traditionale Anlageklassen

### Traditionelle Beta-Faktoren

Aktienmarkt  
Kreditmarkt  
Zinsstruktur-Prämie  
Rohstoffe/Inflation  
Schwellenländer-Anleihen-Märkte  
Schwellenländer-Aktien-Märkte  
Immobilien

**Früher: Alpha**

## Alternative Anlageklassen

### Alternative Beta-Faktoren

Small-Cap-Prämie  
Valuefaktoren  
Aktien Momentum-Anomalie  
Minimum Varianz  
Merger Spread  
Carry-Prämie  
Distressed Spread  
Relative Zinsstrukturkurve  
Forward Rate Bias  
Rohstoff-Rollrendite  
CTA / Momentum  
Wandelanleihen Arbitrage  
Volatilität  
Value a la Buffett  
...

Alternatives Beta: Risikoprämien, die durch traditionelle Anlageklassen nicht definiert sind, werden als alternatives Beta bezeichnet

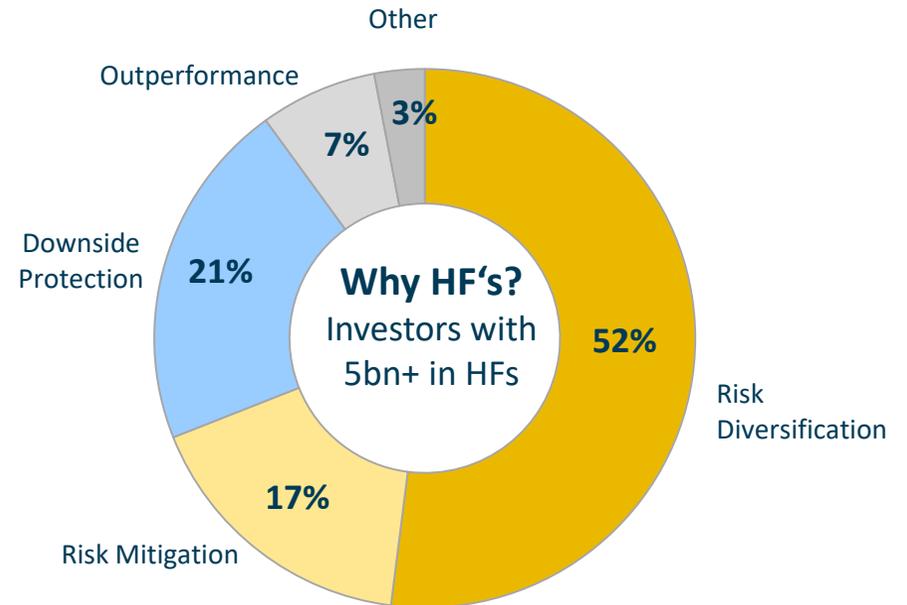
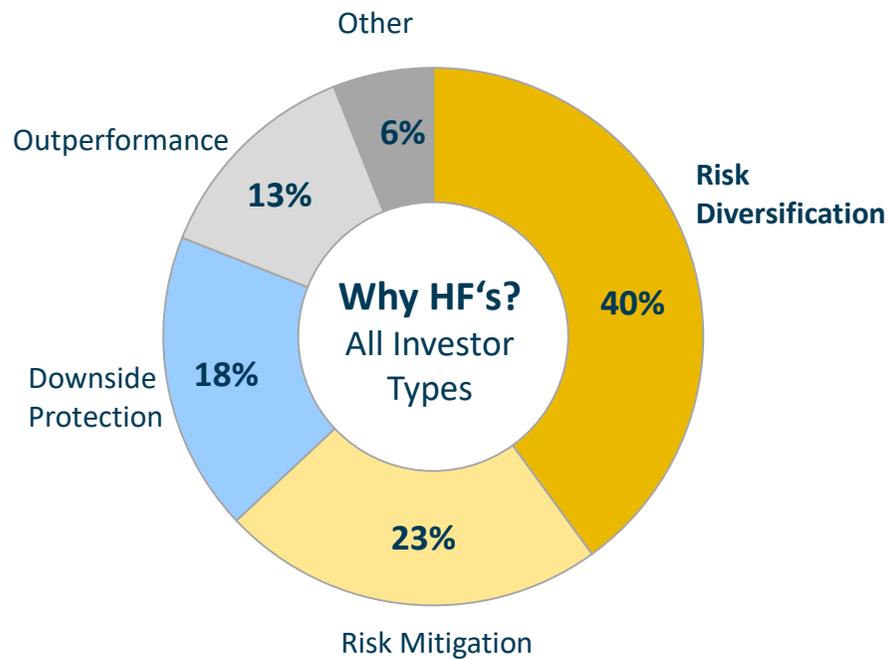
Im Gegensatz zur landläufigen Meinung ....

- ... wollen und können Absolute Return-Fonds langfristig keine Aktienmärkte outperformen.
- ... sind die historischen Renditen von Absolute Return-Fonds bedeutungslos (Selection Bias!)
- ... lässt sich der Großteil der Renditen von Absolute Return-Fonds systematisch erklären
- ... sind “Manager Talent” und “Informationsvorsprung” fast immer Indikatoren für fehlende Skalierbarkeit oder puren Zufall
- ... entstehen auch im Absolute Return-Fondsgebiet fast alle Renditen durch das Eingehen von Risiken. Echte ausnutzbare Marktineffizienzen sind sehr rar.

# ERWARTUNG VON ABSOLUTE RETURN-FONDS?



13% aller Investoren mit einem Missverständnis?



Quelle: Morgan Stanley Prime Brokerage 2Q17 Investor Survey

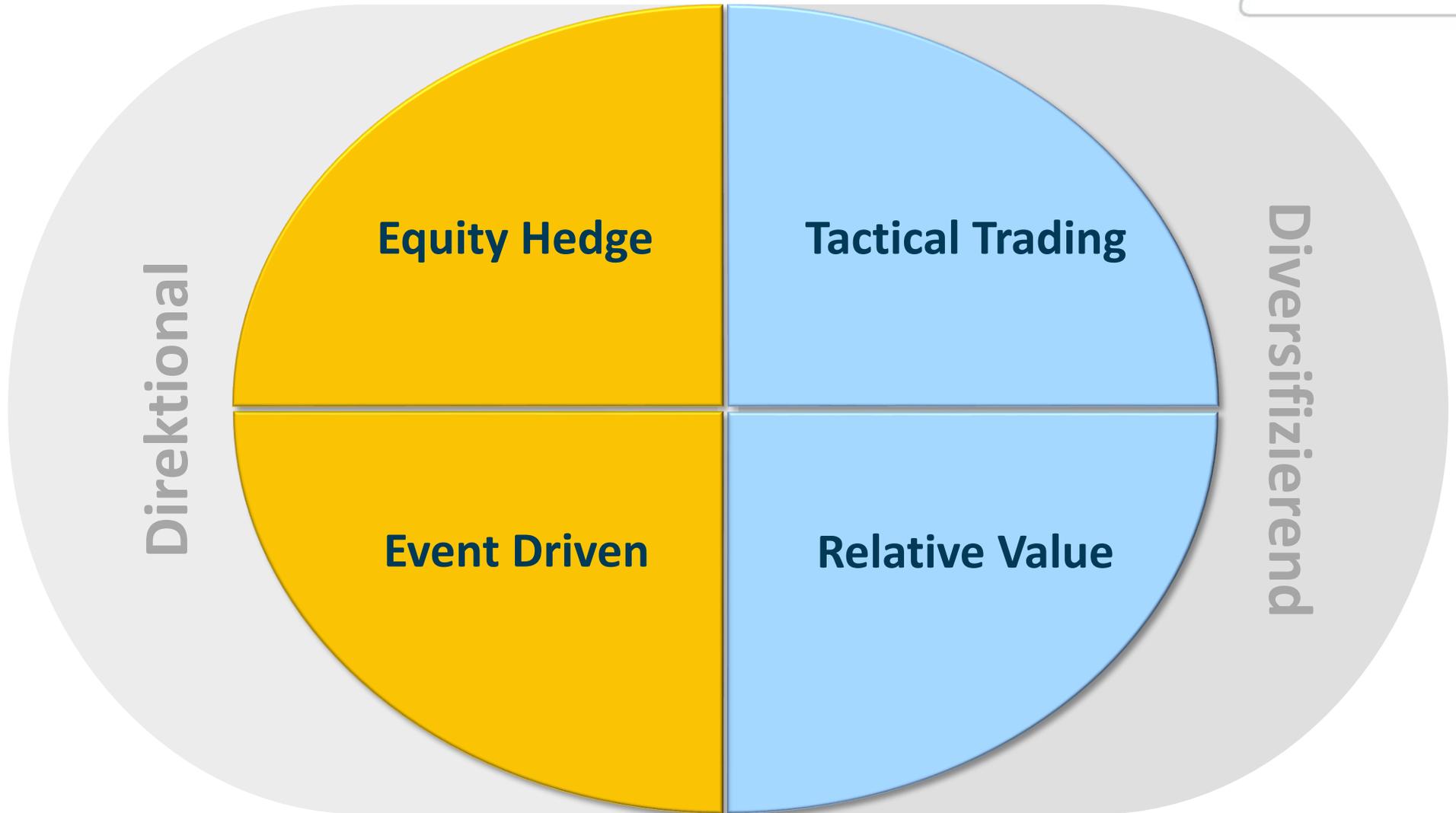
I. *Absolute Return - Eine Einordnung*

**II. *Absolute Return - Strategien***

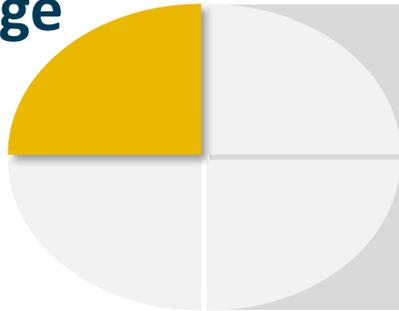
III. *Statistische Analyse*

IV. *UCITS oder Offshore?*

V. *Zusammenfassung*



## Equity Hedge



- Long Bias
- Flexible Bias
- Short Bias

### Vorteile

- Flexibles Exposure-Management
- Oft fundamentale Analyse
- Einfach verständliche Strategie
- Hohe Liquidität, problemlos im UCITS-Format umsetzbar

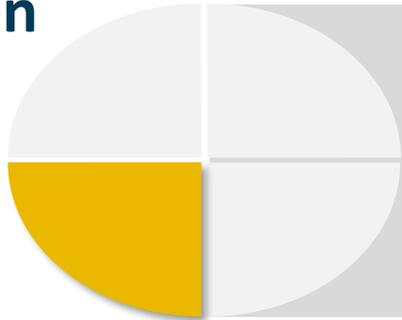


### Nachteile

- Im Durchschnitt hohe Aktienmarktabhängigkeit
- Oft hohe Kosten und fehlende Hürden bei der Erfolgsgebühr
- Relativ niedrige Diversifikationsbeiträge



## Event Driven



- Merger Arbitrage
- Special Situations
- Distressed Securities

### Vorteile

- Alternative Handelstechniken, die nur über Absolute Return-Fonds verfügbar sind
- Exposure zu besonderen Assetklassen (bspw. Distressed Bonds)
- Akzeptable Renditeerwartung der Strategie

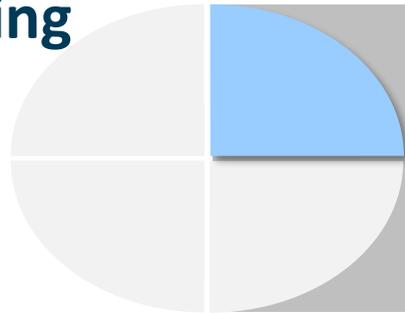


### Nachteile

- Illiquidität mancher Substrategien
- Hohe Marktabhängigkeit bei sogenannten “Soft Catalysts”
- Oft hohe Risikokonzentration auf bestimmte Sektoren oder Assets
- Oft kann alternatives Beta günstiger eingekauft werden



## Tactical Trading



- Global Macro
- Managed Futures

### Vorteile

- Hohe Diversifikationsbeiträge
- Antizipierung von (Geld-)politischen Entscheidungen
- Sehr liquide Strategien, oft als UCITS umsetzbar



### Nachteile

- Typischerweise nur eine Zusammenstellung traditioneller Assetklassen
- Oft kein Mehrwert zu Multi-Assetfonds, aber höhere Kosten



## Relative Value



- Fixed Income Long/Short
- Convertible Arbitrage
- Equity Market Neutral
- Volatility Arbitrage

### Vorteile

- Exposure zu Risikoprämien und Marktineffizienzen
- Enges Rahmenwerk für das Risikomanagement
- Sehr niedrige Korrelation zu traditionellen Assetklassen



### Nachteile

- Hohes Leverage
- Oft sehr komplexe Strategien mit sehr asymmetrischen Risiken
- Typischerweise illiquide Strategien
- Selten in UCITS implementierbar



*I. Absolute Return - Eine Einordnung*

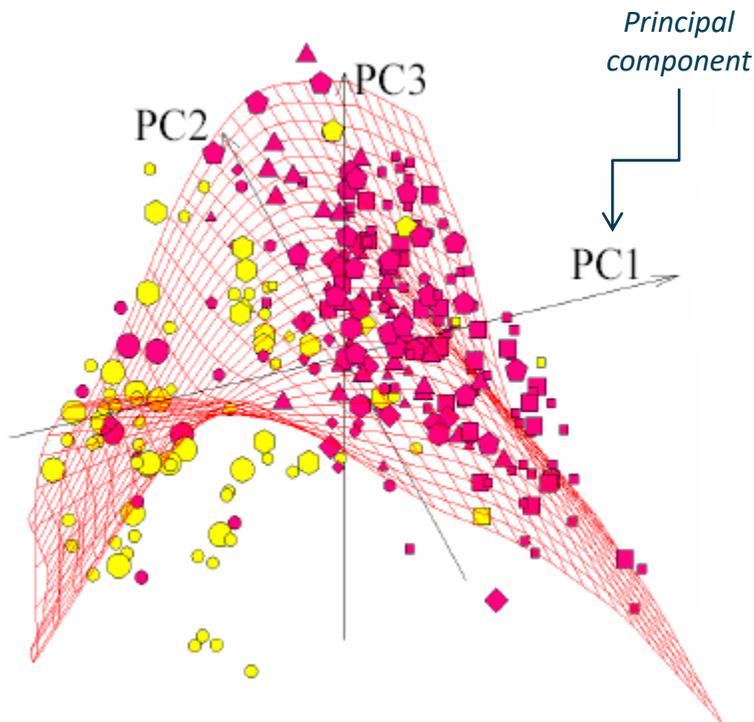
*II. Absolute Return - Strategien*

***III. Statistische Analyse***

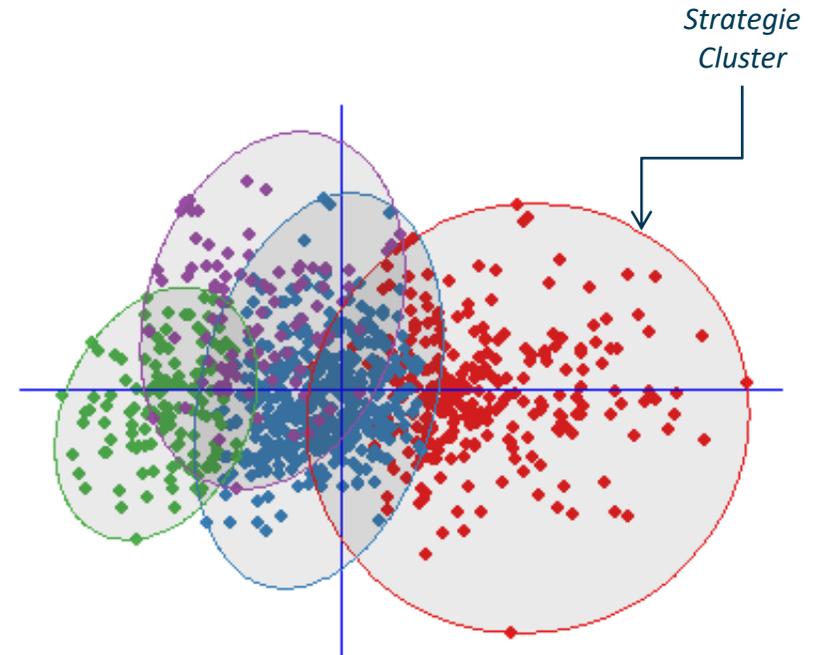
*IV. UCITS oder Offshore?*

*V. Zusammenfassung*

## 1. Schritt: PCA

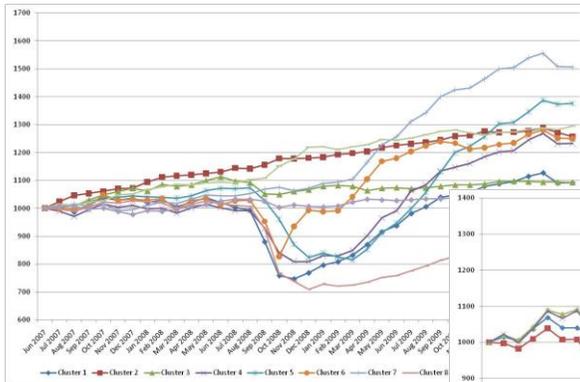


## 2. Schritt: Clustering

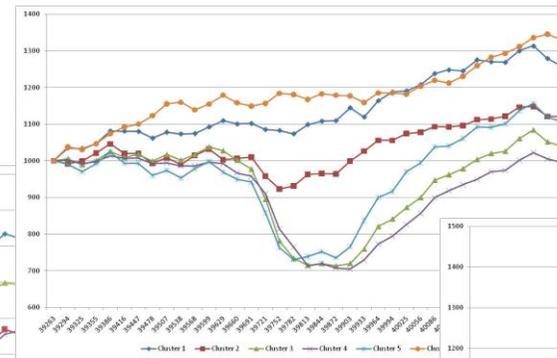


Die Hauptkomponentenanalyse ("Principal component analysis", PCA) ist ein mathematisches Verfahren, welches verschiedene anscheinend unkorrelierte Beobachtungen durch orthogonale Transformation in zusammenhängende Variablen verwandelt, welche dann zusammengruppiert und klassifiziert werden können.

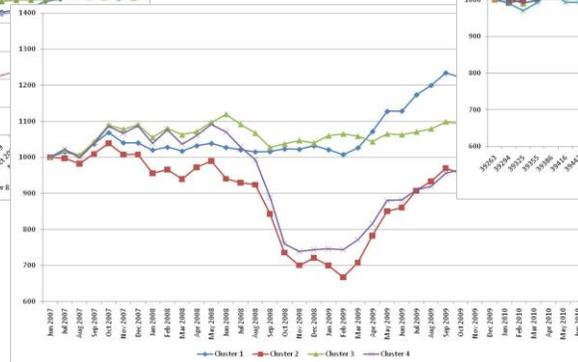
Relative Value



Event Driven



Equity Hedge



Tactical Trading



Innerhalb der Anlagehauptstile lassen sich durch Clustering die einzelnen Zielfonds in granulare Risikogruppen/Substrategien einteilen. In den obigen Charts repräsentiert jede Linie eine dieser "Substrategien". Nicht jede dieser "Substrategien" muss notwendigerweise mit einer klassischen Hedgefonds-Substrategie oder Assetklasse korrespondieren.

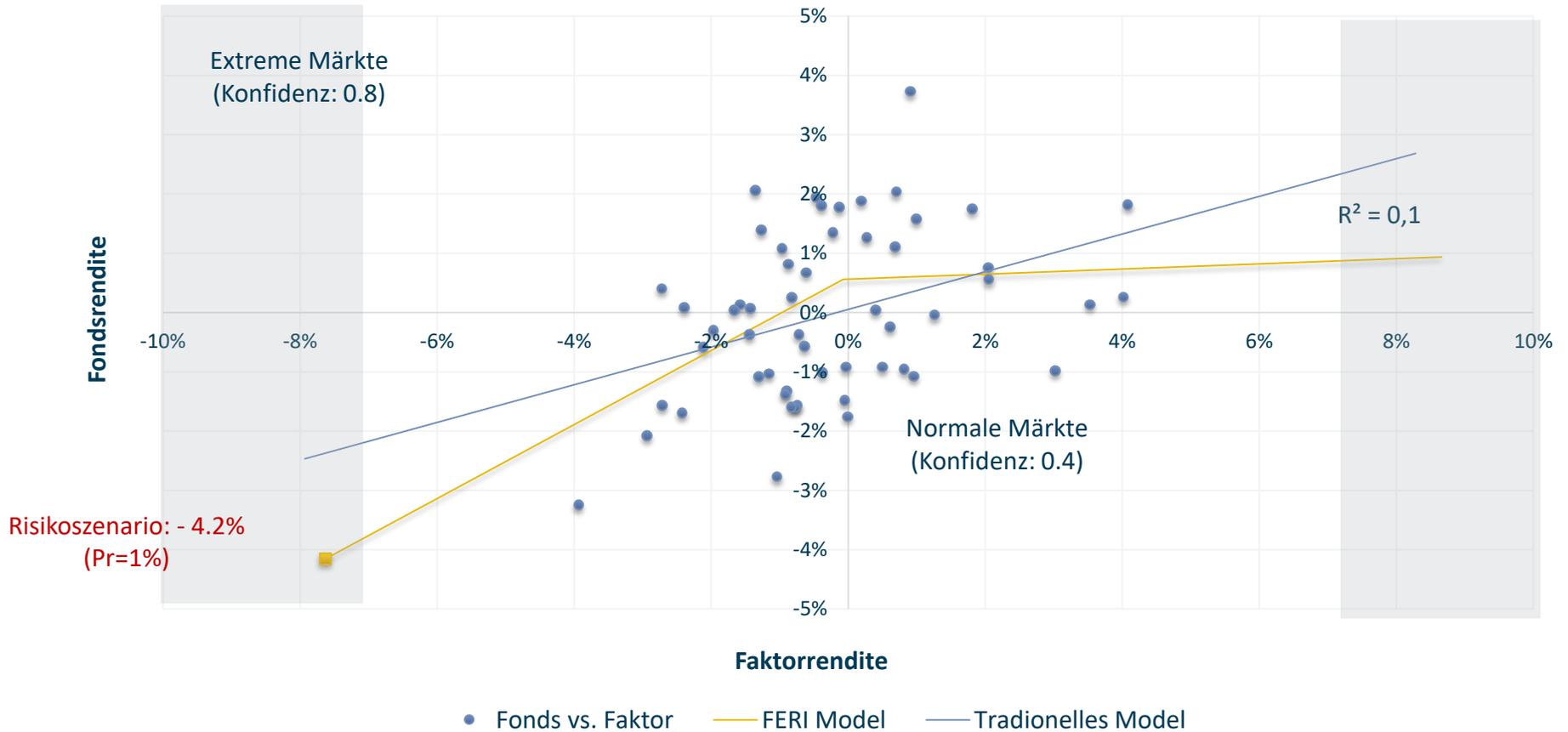
- Positionstransparenz ist nicht immer gleich Faktor-bzw. Risikotransparenz.
- Fallbeispiel: Ein Fonds investiert in deutsche Aktien und folgt einen Value-Investmentansatz. Der Fonds kauft und verkauft jeden Tag Aktien nach bestimmten Bewertungsmerkmalen. Positionstransparenz impliziert, dass der Investor in gewissen Abständen Snapshots des Portfolios bekommt.
- Problem: Die Portfoliotransparenz zeigt, dass der Fonds das Aktienmarktrisiko trägt. Der Investmentstil und die potenziell weiteren Risiken bleiben dabei verborgen.
- Lösung: Die statistische Gegenüberstellung der Portfoliorendite gegenüber den Value-Faktor kann dagegen die Fondsausrichtung zum Value-Faktor identifizieren und somit ein besseres Bild über den Fonds liefern.
- Eine weitere Problematik bei der Positionstransparenz besteht darin, dass sie meistens erst mit Verzögerung geliefert wird. Das könnte unter Umständen für ein proaktives Risikomanagement nicht ausreichend sein.

- Die Finanzmärkte sind durch unregelmäßige und unvorhersehbare **Liquiditätskrisen** gekennzeichnet
  - Die Liquiditätskrisen sind systematisch (das Risiko lässt sich nicht diversifizieren)
  - Die Liquiditätskrisen führen zur Korrelationsbrüchen
- Die Investmententscheidungen sind oft von der **Faktorentwicklung** abhängig
  - Bei positiver Faktorentwicklung wird oft die Ausrichtung zum Faktor entweder erhöht (Trendfolge) oder reduziert (Mean-Reversion)
- Die Zusammenhänge zwischen den Anlageklassen sind **nichtlinear**
  - Zum Beispiel bei der Optionspreisentwicklung und der unterliegenden Marktentwicklung
  - Zum Beispiel bei den Rohstoffpreisen und der Rohstoffaktienentwicklung

# BEISPIEL: FERI VS. TRADITIONELLE FAKTORMODELE (1)



## FERI ART vs. traditionelle Faktormodelle\*



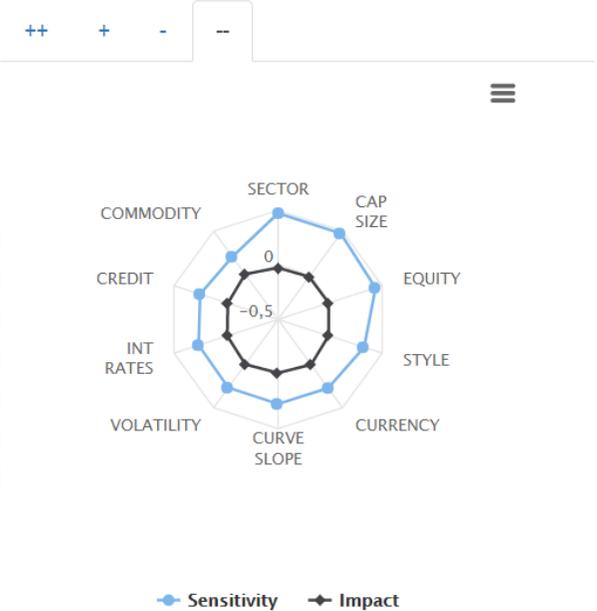
\*Analyseperiode: 1 Jahr, wöchentliche Daten

# FERI ALTERNATIVE RISK TOOL (ART): ERGEBNISSE

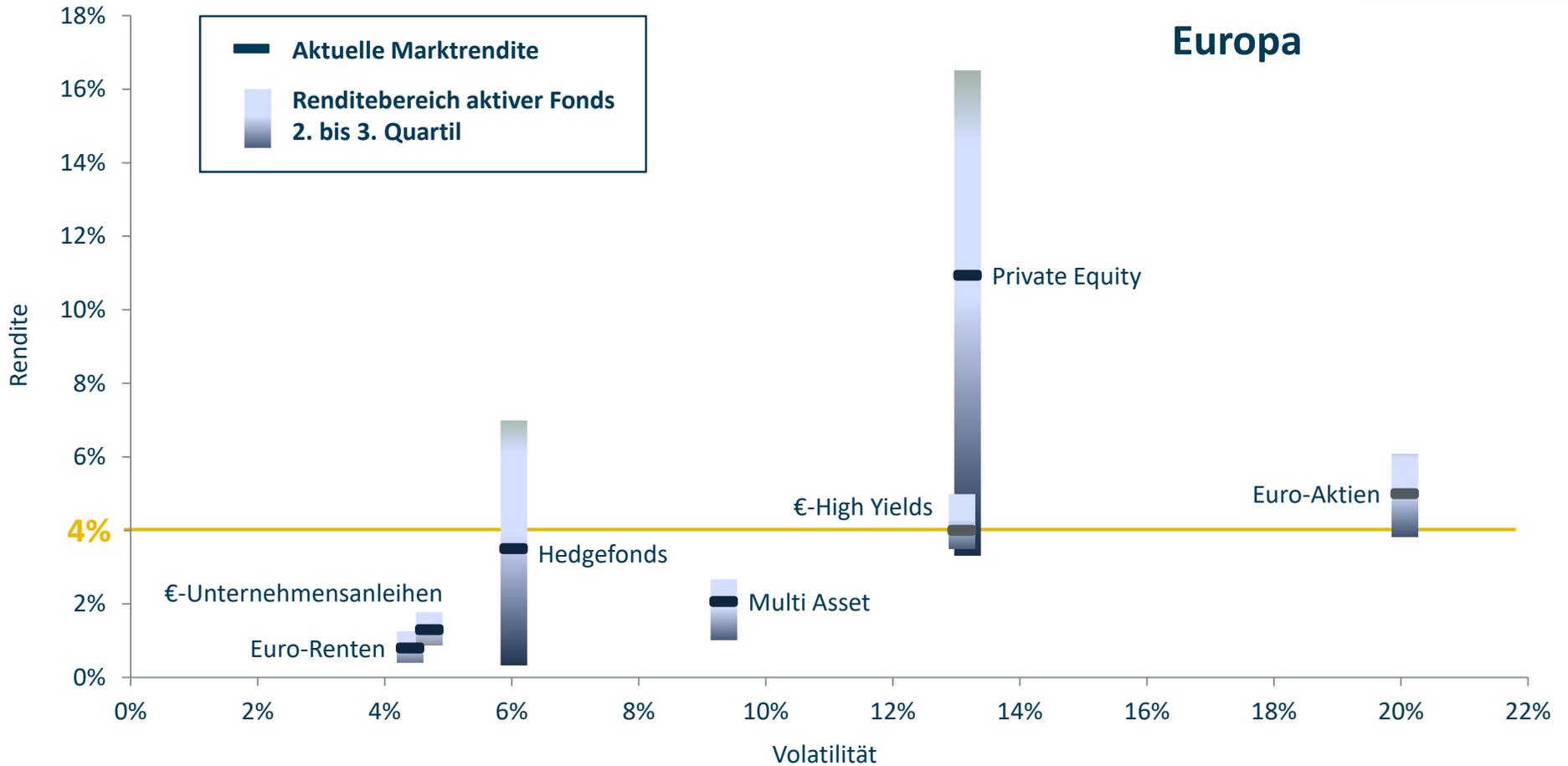


## Risk Analysis for Ferrum Fund Equity Hedge USD (Net)

Factor	X Positive		X Negative		Sensi.	N Positive		N Negative		Sensi.
	Impact	Scenario	Impact	Scenario		Impact	Scenario	Impact	Scenario	
+ SECTOR	3.32%	23.25 %	-2.71%	-20.78 %	0.47	1.26%	7.17 %	-0.37%	-4.97 %	0.44
+ CAP SIZE	2.64%	13.66 %	-1.70%	-12.74 %	0.47	1.12%	4.91 %	-0.43%	-5.08 %	0.42
TPX Mid Caps	2.64%	13.66 %	-1.70%	-12.74 %	0.47	1.12%	4.91 %	-0.43%	-5.08 %	0.42
TPX Small Caps	2.99%	15.21 %	-2.15%	-14.30 %	0.47	1.29%	5.48 %	-0.63%	-5.56 %	0.43
MSCI Europe Small Caps	2.26%	10.21 %	-1.96%	-14.80 %	0.46	1.25%	5.10 %	-0.48%	-3.15 %	0.43
EURO STOXX Small Price	1.80%	11.49 %	-1.75%	-15.13 %	0.45	0.97%	5.07 %	-0.16%	-3.99 %	0.41
FTSE Small Caps	3.12%	11.95 %	-2.69%	-14.01 %	0.36	1.38%	4.47 %	-0.62%	-3.54 %	0.31
MDAX	1.91%	12.79 %	-1.63%	-14.61 %	0.36	0.86%	5.48 %	-0.14%	-3.60 %	0.31
FTSE 350	1.69%	10.17 %	-0.84%	-10.55 %	0.26	0.99%	4.24 %	0.02%	-3.21 %	0.19
Russell 2000 Index (DRI)	1.75%	12.30 %	-1.04%	-13.59 %	0.21	1.03%	5.66 %	-0.06%	-4.53 %	0.20
S&P Smallcap 600	1.64%	13.32 %	-0.80%	-13.57 %	0.19	0.95%	5.72 %	0.08%	-3.81 %	0.17
FTSE Small Large Spread	1.22%	8.70 %	-0.21%	-7.77 %	0.08	0.73%	3.11 %	0.22%	-2.84 %	0.05
EURO STOXX Small -Large Spread	0.53%	5.60 %	0.12%	-6.74 %	0.07	0.42%	2.07 %	0.27%	-2.35 %	0.05
US Small-Large Spread	0.50%	8.96 %	0.50%	-6.27 %	0.07	0.50%	2.96 %	0.50%	-2.74 %	0.05
TPXS TPX Spread	-0.20%	6.85 %	1.08%	-8.13 %	0.05	0.16%	2.66 %	0.60%	-2.49 %	0.04
EUR Small-Large Spread	0.16%	7.02 %	0.66%	-7.25 %	0.03	0.29%	3.45 %	0.50%	-2.68 %	0.02
+ EQUITY	1.89%	12.26 %	-1.42%	-13.03 %	0.44	0.90%	5.12 %	-0.28%	-3.79 %	0.39
+ STYLE	2.27%	10.86 %	-1.45%	-10.84 %	0.33	1.18%	4.86 %	-0.23%	-3.27 %	0.28
+ CURRENCY	-0.80%	9.21 %	1.25%	-6.66 %	0.28	-0.09%	3.10 %	0.85%	-2.61 %	0.25
+ CURVE SLOPE	1.34%	8.48 bp	-0.97%	-14.93 bp	0.27	0.89%	3.94 bp	0.26%	-2.49 bp	0.23
+ VOLATILITY	0.04%	53.16 %	0.99%	-32.12 %	0.27	0.20%	18.25 %	0.82%	-15.83 %	0.25
+ INT RATES	1.42%	4.63 bp	-1.18%	-9.86 bp	0.26	0.74%	0.85 bp	0.35%	-1.35 bp	0.23
+ CREDIT	4.28%	9.45 %	-1.81%	-5.24 %	0.25	1.19%	2.00 %	-0.01%	-0.91 %	0.22
+ COMMODITY	-0.45%	10.60 %	1.30%	-8.71 %	0.21	0.26%	3.19 %	0.72%	-2.55 %	0.19



# MANAGERSELEKTION IST ESSENZIELL



Quelle: Bloomberg, Daten in EUR. Historische Volatilität seit 2008. Absolute Return-Fonds: ARIX© Composite. Multi Asset: 50% Aktien Eurozone, 50% Euro-Renten. Private Equity: European Buyout, Quelle: ThomsonOne. Bei Zinstragenden aktuelle Rendite, bei Aktien Gewinnrendite (1/KGV), bei Private Equity EBITDA/Enterprise Value von europäischen LBO-Buyout-Transaktionen der vergangenen 4 Quartale, Quelle: S&P Capital IQ. Quelle Quartilsrenditen: Lipper InvestBase, FERI ARIX©, ThomsonOne.

*I. Absolute Return - Eine Einordnung*

*II. Absolute Return - Strategien*

*III. Statistische Analyse*

***IV. UCITS oder Offshore?***

*V. Zusammenfassung*

# OFFSHORE- VS. UCITS-FONDS

## Offshore Funds

Verwaltungsgesellschaft



Investment Manager

Cayman-Inseln  
Islands / BVI



London /  
New York

## UCITS Funds

Verwaltungsgesellschaft



Luxembourg /  
Ireland



London / Paris /  
Frankfurt



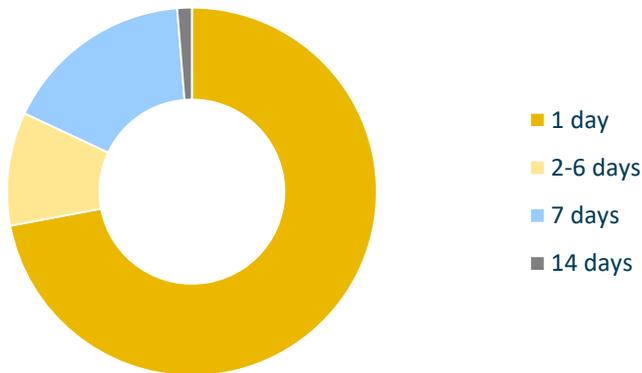
# UCITS- VERSUS OFFSHORE-ABSOLUTE RETURN-FONDS

## LIQUIDITÄT / KÜNDIGUNGSFRISTEN



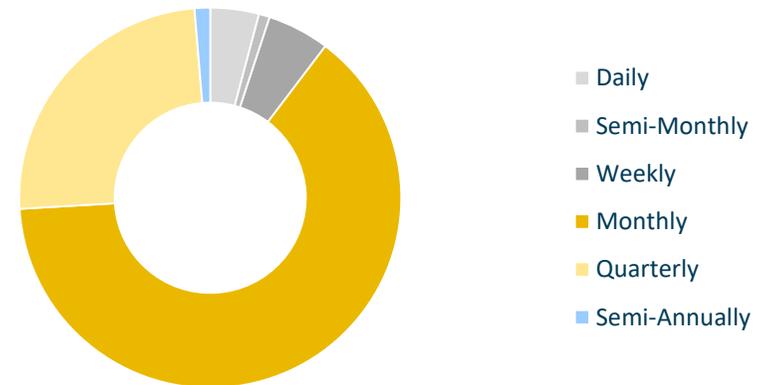
- Aufgrund der regulatorischen UCITS-Vorgaben überwiegen Fonds mit täglicher Kündigungsfrist
- Offshore-Hedgefonds offerieren zum Großteil monatliche Kündigungsfristen

**Kündigungsfristen  
UCITS-Absolute Return-Fonds**



Quelle: EurekaHedge

**Kündigungsfristen  
Offshore Hedgefonds**



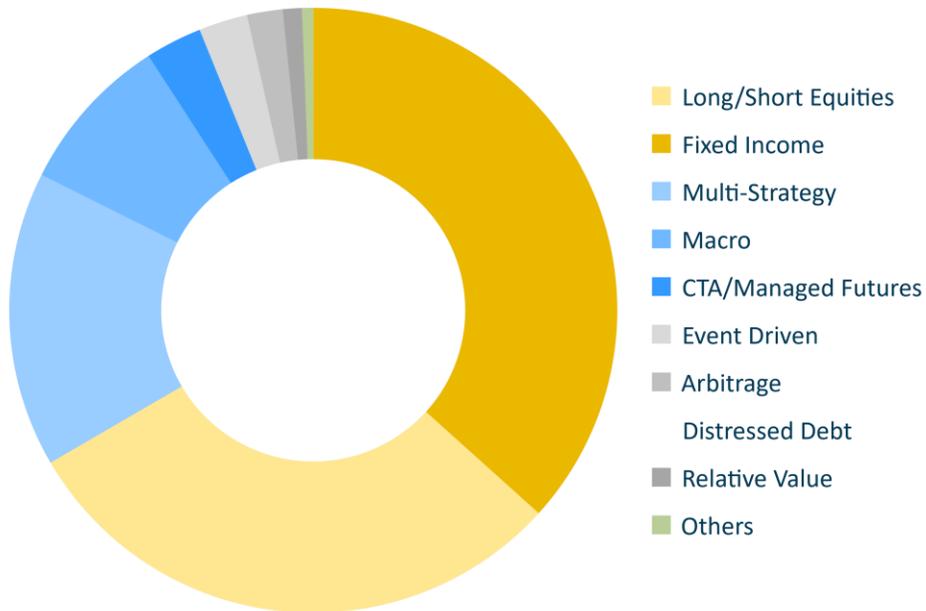
Quelle: TASS

UCITS-AR-Fonds bieten bessere Liquidität als Offshore-Fonds

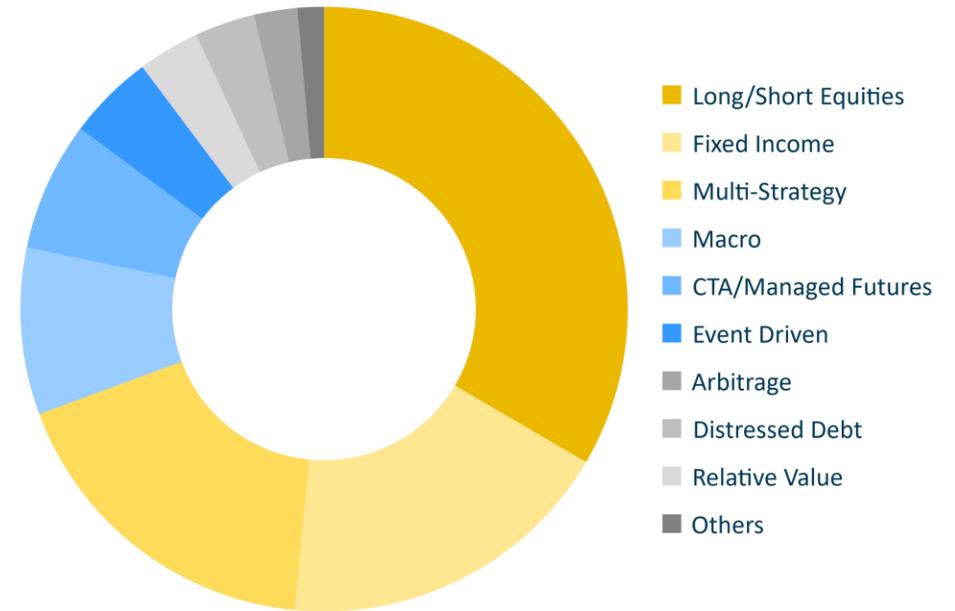
# UCITS- VERSUS OFFSHORE-HEDGEFONDS STRATEGIEVERTEILUNG



## UCITS Hedgefonds



## Offshore Hedgefonds



Quellen: Eureka hedge, TASS

# WELCHE UCITS STRATEGIEN SIND UMSETZBAR?



		Als UCITS investierbar	Offshore investierbar
Relative Value	Convertible Bond Arbitrage	teilweise	✓
	Fixed Income Arbitrage	teilweise	✓
	Equity Arbitrage	teilweise	✓
	Capital Structure Arbitrage	x	✓
	Volatility Arbitrage	teilweise	✓
Event Driven	Merger Arbitrage	✓	✓
	Special Situations	teilweise	✓
	Distressed Securities	x	✓
Equity Absolute Return	Equity Absolute Return Long Bias	✓	✓
	Equity Absolute Return No Bias	✓	✓
	Equity Absolute Return Short Bias	teilweise	✓
Tactical Trading	Global Macro	✓	✓
	Managed Futures	✓	✓



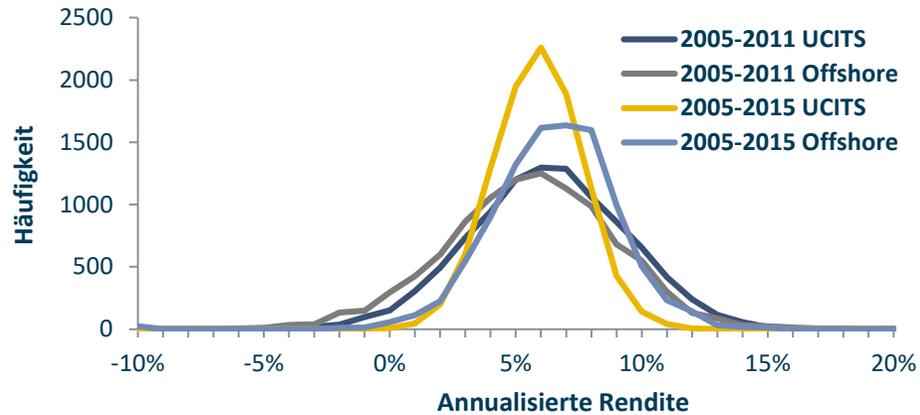
Die verschiedenen Gebühren und anfallenden Kosten außerhalb der veröffentlichten Fondsgebühr (Mitte) können signifikante Auswirkungen auf die Performance haben.

Quelle: FERI Trust

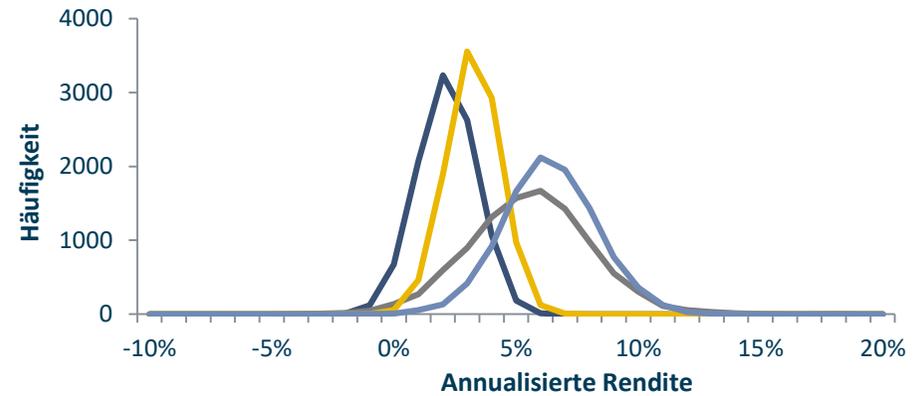
# UCITS VS. OFFSHORE: PERFORMANCE-VERTEILUNGSFUNKTIONEN STRATEGIEPORTFOLIOS – 6 ZIELFONDS GLEICHGEWICHTET



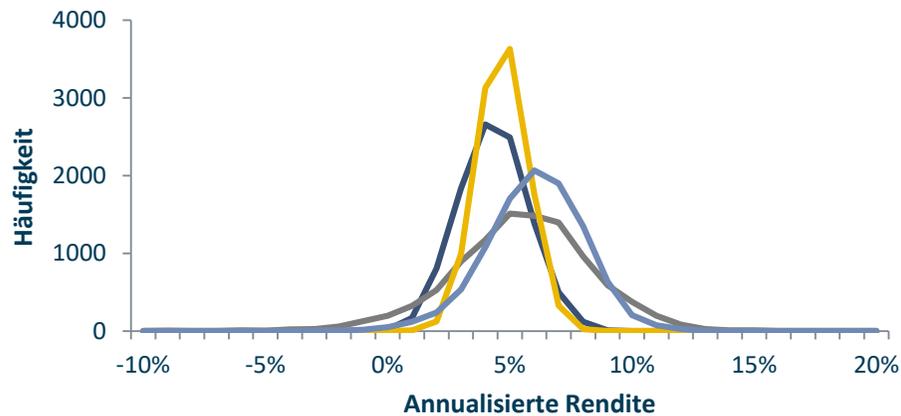
### Equity Hedge



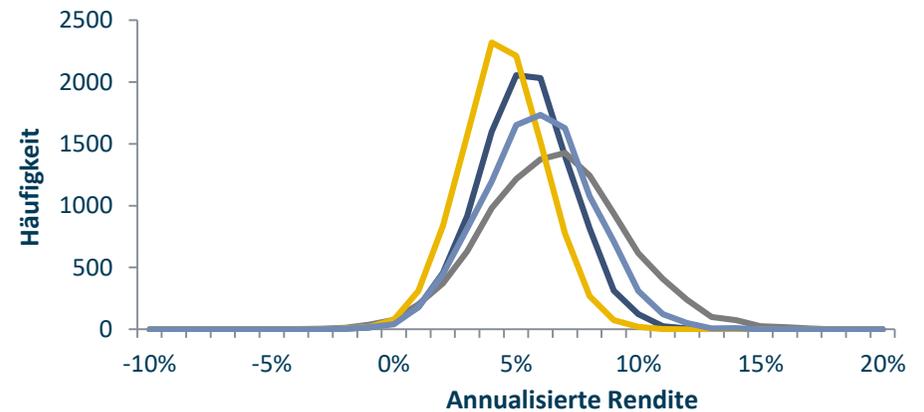
### Event Driven



### Relative Value



### Tactical Trading



Quelle: FERl

## Offshore-Absolute Return-Fonds

- Teilweise hohe Transparenz
- Wenig Regulierung
- Illiquidität: nur monatliche oder quartalsweise Kündigung möglich
- Sehr aufwändig in Administration und Analyse
- Geringere Fungibilität

## UCITS-Absolute Return-Fonds

- Sehr hohe Transparenz
- Regulierung durch Aufsichtsbehörde
- Liquidität: Kündigung möglich innerhalb von zwei Wochen oder schneller
- Hohes Maß an Risikosteuerung
- Verbesserte Fungibilität

## UCITS: die Einschränkungen

- Begrenztes Absolute Return-Fonds-Strategieuniversum
- Investmentbeschränkungen
- Trade-off zwischen Liquidität und Performance
- Zusätzliche Komplexität erfordert zusätzliche Due Diligence
- Implizite Kosten: Cash-Management, Tracking Error zum Offshore-Vehikel, regulatorische Vorschriften
- Eventuell Swap-Konstruktionen (Counterparty-Risiko)



UCITS-Fonds mit höherer Transparenz und Liquidität, aber auch mit Nachteilen

- I. *Absolute Return - Eine Einordnung*
- II. *Absolute Return - Strategien*
- III. *Statistische Analyse*
- IV. *UCITS oder Offshore?*
- V. *Zusammenfassung***

- „Absolute Return“ ist nicht gleichzusetzen mit „Rendite in jeder Marktlage“
- „Absolute Return“ bedeutet nicht „Rendite ohne Risiko“
- „Absolute Return Fonds“ diversifizieren das Faktorexposure eines Portfolios
- Empirische Analyse: UCITS-Hedgefonds haben im Durchschnitt eine geringere Performanceerwartung als Offshore-Hedgefonds. Einzig die Strategie Equity Hedge bietet vergleichbare Ergebnisse.
- Viele wirkliche alternative Strategien sind nur in Offshore-Strukturen sinnvoll umsetzbar.



**Jeder braucht  
Absolute Return  
Fonds,  
aber nicht alle  
sind brauchbar!**

**FERI Trust GmbH**  
Haus am Park  
Rathausplatz 8-10  
61348 Bad Homburg

Für mehr Informationen  
besuchen Sie uns auch auf  
unserer Website unter:  
**[www.feri.de](http://www.feri.de)**



Die vorliegende Präsentation (die „Präsentation“) enthält Angaben, Analysen, Prognosen und Konzepte, die lediglich Ihrer unverbindlichen Information dienen. Die Präsentation ist keine steuerliche, juristische oder sonstige Beratung und stellt kein Angebot für die Verwaltung von Vermögenswerten oder die Empfehlung/Beratung für Vermögensdispositionen dar. Die Präsentation ist auch kein Angebot für ein bestimmtes Investment.

Für jedes bestimmte Investment und/oder für die Verwaltung von Vermögenswerten sind ausschließlich die jeweiligen Zeichnungsdokumente und/oder Verkaufsprospekte und/oder Vertragsunterlagen, gegebenenfalls ergänzt durch den jeweiligen letzten geprüften Jahresbericht und den jeweiligen Halbjahresbericht, falls ein solcher jüngeren Datums als der letzte Jahresbericht vorliegt, allein maßgeblich. Soweit es sich bei einem bestimmten Investment um einen Fonds handelt, erhalten Sie die genannten Unterlagen sowie die Wesentlichen Anlegerinformationen kostenlos in deutscher Sprache bei der jeweiligen Verwaltungsgesellschaft/Kapitalverwaltungsgesellschaft oder Verwahrstelle sowie von den jeweiligen Vertretern in den Ländern, für die eine Vertriebszulassung vorliegt.

Die Präsentation genügt nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Die Erstellerin unterliegt auch keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen.

Die Präsentation ersetzt nicht die individuelle Beratung. Jeder Interessierte sollte eine etwaige Anlage-/Abschlussentscheidung erst nach sorgfältiger Abwägung der mit einem bestimmten Investment/Vermögensverwaltungsvertrag verbundenen Risiken treffen und zuvor rechtliche sowie steuerliche und ggf. sonstige Beratung einholen. Wir übernehmen keinerlei Verantwortlichkeit für Handlungen des Empfängers der Präsentation oder dritter Personen, welche auf der Basis der vorliegenden Präsentation vorgenommen werden.

Die Präsentation ist auf Basis subjektiver Einschätzungen von uns erstellt worden. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist keine Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung. Preise für und Erträge aus einem bestimmten Investment können sowohl steigen als auch fallen und in keinem Fall garantiert werden. Einige, in der Präsentation enthaltene Informationen basieren auf und/oder sind abgeleitet von Informationen, die uns von unabhängigen Dritten zur Verfügung gestellt wurden. Wir handeln stets sorgfältig und in der Annahme, dass solche Informationen richtig und vollständig sind und aus vertrauenswürdigen Quellen stammen. Eine Gewähr für die Richtigkeit und inhaltliche Vollständigkeit der Angaben in der Präsentation kann von uns nicht übernommen werden.

Bitte beachten Sie die Angaben zum Stand der Informationen. Die Informationen können durch aktuelle Entwicklungen überholt sein, ohne dass die bereitgestellten Dokumente/Informationen geändert wurden.

Die Präsentation ist streng vertraulich zu behandeln und darf nur von demjenigen verwendet werden, für den sie erstellt wurde und zwar ausschließlich für dessen interne Zwecke. Vervielfältigungen jeglicher Art sind nur mit unserer vorherigen ausdrücklichen schriftlichen Zustimmung erlaubt.