



BILD: MARTIN JOPPEN/ALEXANDERHEIMANN/DDP IMAGES, KEVIN NG/FRANKLIN TEMPLETON INVESTMENTS, ELMER VAN DER MARELL/VISUM, ROBERT BREMBECK/FINANZENVERLAG

Die Unvergänglichen

Werden Fondsmanager besser, je länger sie amtieren? Die €uro-Redaktion fragte Experten und **erfahrene Protagonisten** VON RALF FERKEN

Als die Deutschen Helmut Kohl im Herbst 1998 aus dem Amt wählten, war die Mehrheit sich einig: 16 Jahre als Bundeskanzler sind genug. Bürger und CDU-Mitglieder waren seiner überdrüssig. Bei Queen Elizabeth II. rühmt man dagegen die Erfahrung, die sie in 64 Jahren auf dem britischen Thron erworben hat. Auch gegenüber Fondsmanagern gibt es diese Ambivalenz. Machen lang amtierende Fondsmanager ihren Job besser als unerfahrene Manager? Oder verlieren altgediente Vermögensverwalter irgendwann ihre Motivation oder sogar den Anschluss an die neue Zeit?

„Eine lange Amtsdauer kann dafür sprechen, dass Fondsmanager und Fondsgesellschaft zufrieden sind und die Fondsgesellschaft es schafft, die richtigen Leute an der richtigen Stelle einzusetzen“, sagt Natalia Wolfstetter aus München, Director of Manager Research beim Fondsanalysehaus Morningstar.

Zudem gehe eine längere Amtsdauer tendenziell mit einer guten oder zumindest zufriedenstellenden Performance einher. „Es gibt demnach keinen Grund für einen Wechsel“, sagt Wolfstetter. Doch selbst die besten Fondsmanager geraten bisweilen in eine Schwächephase. Es sei aber nicht per se negativ, wenn die Arbeitgeber dann am Manager festhielten. „Zu viel Aktionismus kann schädlich

Reifeprozess: Nicht nur die Anzugs- und Krawattenmode hat sich bei Michael Fraikin (oben), Michael Hasenstab (Mitte) und Peter E. Huber (unten) geändert. Die drei Fondsmanager von Invesco, Franklin Templeton und StarCapital mussten sich in den vergangenen Jahren auch immer wieder auf den neuen Zeitgeist an den Börsen einstellen

sein“, erklärt die Morningstar-Expertin. „Insbesondere wenn sich die Underperformance aus der Strategie und dem Marktumfeld heraus erklären lässt.“

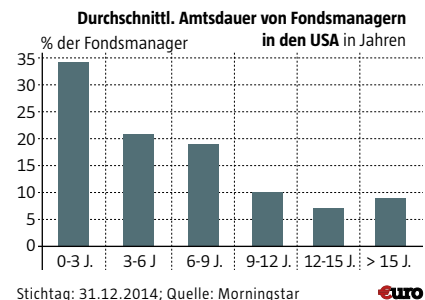
Rüdiger Sälzle sieht dies ähnlich. „Manche Anlagestile laufen viele Jahre nicht, um dann wieder stark outzuperformen“, erläutert der **Chef des Münchner Analysehauses FondsConsult**. „Bleibt der Fondsmanager seinem Stil treu, kann man ihm eine Underperformance nicht vorwerfen.“

Amtieren Fondsmanager lange, würden sie zudem oft eine eigene Handschrift entwickeln, betont **Sälzle**. „Der Fondsmanager steht dann für eine Strategie, die sich im Portfolio widerspiegelt“, sagt er. Der Vorteil: Wer seinen Anlagestil konsequent pflege, habe damit in vielen Fällen Erfolg.

Falsche Liebe. Auch Eckhard Sauren sieht Vorteile darin, wenn Fondsmanager lange amtieren. „Sie können eine erfolgreiche Anlagephilosophie dann langfristig konsequent fortsetzen“, sagt der Dachfondsmanager aus Köln. Davon profitieren auch die Anleger. „Sie können die Qualität eines Fondsmanagers auf diese Weise langfristig über verschiedene Börsenzyklen einschätzen.“

Sälzle warnt Anleger indes davor, sich in einen Fondsmanager „zu verlieben“. Als Beispiel nennt er Bill Miller, der mit dem Legg Mason Value Trust von 1991 bis 2005 über 15 Kalenderjahre in Folge den S & P-500-Index übertraf. „Wenn einer es kann, dann er“, benennt **Sälzle** die Logik, die für Anleger damals offensichtlich sein musste. Es kam jedoch anders. Miller unterschätzte die US-Finanzkrise und stieg im Herbst 2008 zu früh und zu stark in tief gefallene Aktien ein. „Was bislang immer funktioniert hatte, brach Miller 2008 das Genick“, sagt **Sälzle**.

Wenig Ausdauer So lange verwalten Manager in den USA einen Fonds



Kritisch wird es zudem, wenn Anleger einen Fonds aufgrund seiner Erfolge mit Geld überhäufen. „Irgendwann verwaltet der Manager dann so viel Geld, dass sein Fonds unbeweglich wird und er seine gewohnte Strategie nicht mehr umsetzen kann“, erklärt Sauren. „Ein Asset Bloat kann die positiven Effekte eines erfahrenen Fondsmanagers überlagern“, bestätigt Wolfstetter. „Fonds stoßen dann an ihre Kapazitätsgrenze.“

Groß versus klein. In den USA bleibt ein Drittel der Fondsmanager lediglich bis zu drei Jahre im Amt. Das zeigt eine Untersuchung von Morningstar (siehe Grafik oben). „Basierend auf unseren Erfahrungen dürfte es sich in Europa ähnlich verhalten“, sagt Wolfstetter. Auffällig: Meist amtieren die Manager bei kleineren Anbietern länger. „Dort halten die Manager oft Anteile an der Fondsgesellschaft“, erklärt **Sälzle**. „Das sorgt für mehr Kontinuität.“ Sauren pflichtet ihm bei. „Da die Fondsmanager bei den kleineren Häusern stärker am Erfolg beteiligt sind, sind Wechsel dort seltener.“

Das ist jedoch beileibe kein Automatismus. „Große und etablierte Fondsgesellschaften sind oft länger am Markt“, sagt Wolfstetter. „Dadurch amtie- →



Fondspionier aus Deutschland: Jens Ehrhardt legte seinen ersten Fonds bereits im Jahr 1987 auf



Fondsdoyen aus Frankreich: Edouard Carmignac lancierte den Carmignac Patrimoine zwei Tage vor dem Mauerfall

ren Fondsmanager tendenziell länger, wenn sie erfolgreich sind und große Portfolios managen.“

Doch was zeigt die Praxis in puncto Amtszeit? Euro fand über 20 Manager, die ihre Fonds mindestens zehn Jahre verwalten (siehe Tabelle auf Seite 84). Fünf Manager fragten wir, wie sie ihre lange Amtszeit selbst einschätzen.

JENS EHRHARDT

Jens Ehrhardt zählt zu Deutschlands erfahrensten Vermögensverwaltern. Seit 1974 verwaltet der Chef von DJE Kapital bereits Kundengelder. Im Jahr 1987 lancierte er seinen ersten Fonds, den FMM-Fonds. „Das war damals der erste vermögensverwaltende Fonds auf dem deutschen Markt“, sagt Ehrhardt rückblickend. Banken und Versicherer boten damals meist Länderfonds an. „Da musste ich meine Investmententscheidungen doppelt kritisch hinterfragen“, sagt er.

Seine damaligen Ziele hat Ehrhardt nicht aus den Augen verloren: „Ich hatte nie den Anspruch, in Haussephasen immer vorn dabei zu sein“, sagt er. „Am Ende zählt bei einem vermögensverwaltenden Fonds, ob man das Geld der Anleger

gesichert hat.“ Im Klartext: „Gerade in Krisenzeiten – und davon gab es seit 1987 einige – wollte ich das Vermögen der Anleger schützen.“ Tatsächlich büßte Ehrhardt mit dem FMM-Fonds in schlechten Zeiten deutlich weniger ein als der DAX. Das galt besonders für die Jahre 2000 bis 2003 und 2008.

Aber auch ein erfahrener Investor lernt nie aus. „Die Irrationalität der Anleger gerade in unruhigen Märkten überrascht mich immer wieder“, sagt Ehrhardt. „Weniger Bauchgefühl, mehr Augenmerk auf Daten“, rät er Anlegern für solche Zeiten. „Manch angebliche Hiobsbotschaft an den Börsen sähe dann nicht so schlimm aus.“ Unruhig werden die Börsen auch künftig bleiben. Davon ist Ehrhardt überzeugt. Dennoch bleibt er optimistisch. „Der monetäre Rückenwind durch die Notenbanken sollte noch eine ganze Zeit anhalten“, sagt er. „Noch nie in der Börsenhistorie kam es zu einem lang anhaltenden Crash, wenn die Zinsen so niedrig waren.“ Gute Chancen sieht er in China, Hongkong und Japan. „Die Qualität der dortigen Firmen wird immer besser. Das sollte sich positiv auf die Aktien auswirken“, urteilt er. Ansonsten bleibt bei ihm alles beim Alten. „Wir werden in gewinnstarke Aktien mit guter Bilanz investieren“, sagt Ehrhardt.

EDOUARD CARMIGNAC

Auch Edouard Carmignac ist sehr erfahren. Im Jahr 1989 gründete er in Paris Carmignac, seine eigene Vermögensverwaltung. Zwei Tage vor dem Mauerfall lancierte er seinen wichtigsten Fonds – den Carmignac Patrimoine, der heute rund 24 Milliarden Euro schwer ist.

Vor allem in den Jahren 2002 und 2008 glänzte der Franzose. Als der DAX jeweils um 40 Prozent einbrach, bewahrte er die Anleger mit dem Carmignac Patrimoine vor Verlusten. Diesen Anspruch möchte er weiter erfüllen. „Wir haben dazu eine moralische Verpflichtung gegenüber den Kunden“, sagt Carmignac. „Zu viele angeblich aktive Manager haben ihre Kunden im Jahr 2008 im Stich gelassen.“

Seit dem Jahr 2010 legt der Carmignac Patrimoine nicht mehr wie gewohnt zu. Carmignac räumt ein, dass ihm seither einige Fehler unterlaufen sind. „Diese Jahre fallen jedoch völlig aus dem Rahmen, weil die Zentralbanken überdimensioniert eingegriffen haben“, sagt er. Daher seien etwa die Aktienmärkte gigantisch gestiegen, obwohl die Firmengewinne praktisch unverändert geblieben

sind. Hätte er dort mitsurfen sollen? Hätte er den Schutz der Kundengelder den Zentralbanken überlassen sollen? Carmignac verneint. „Das lag nicht in unserem Mandat.“ Zwar frustrieren ihn die verpassten Chancen zutiefst. „Sollte es aber noch einmal so kommen, würde ich wieder genauso handeln.“ Carmignac bleibt sich damit treu. Er folgt keinem Konsens, sondern dem eigenen Urteil.

Ohnehin glaubt er, dass die Wirksamkeit der Geldpolitik zu bröckeln beginnt. „Ich bin überzeugt, dass unsere Fähigkeiten als Risikomanager in nicht allzu ferner Zukunft erneut ihren Wert unter Beweis stellen können“, sagt er.

PETER E. HUBER

Peter E. Huber ist seit beinahe 40 Jahren an den Kapitalmärkten aktiv. Seit 15 Jahren managt er für Anleger den StarCapital Argos, einen weltweit anlegenden Rentenfonds. Seine Erfahrung sei eine wichtige Voraussetzung für seine Arbeit, betont Huber. „Sie hilft mir, Situationen besser einzuschätzen und prozyklisches Handeln zu vermeiden.“ Das gelte insbesondere für extreme Phasen. Zudem liefere eine lange Amtszeit den Anlegern ein wichtiges Signal. „Wer für den Job völlig ungeeignet ist, überlebt auf Dauer nämlich nicht“, sagt Huber.

Eine seiner wichtigsten Lehren aus den vergangenen drei bis vier Jahrzehnten: „Man darf sich nicht vom täglichen Nachrichtenstrom beeinflussen lassen, sondern muss sich an längerfristigen Trends orientieren.“ Von Prognosen hält er nicht viel. Lieber investiert er in günstig bewertete Anlagen, da der Einstandskurs den langfristigen Ertrag bestimme. „Und man sollte antizyklisch anlegen und sich nicht von der Herde mitreißen lassen“, sagt er. Dies ist wohl der wichtigste Aspekt, will man seinen Anlagestil verstehen. Das Problem: „Als Antizykliker baut man erste Positionen oft zu früh

auf, die dann ins Minus rutschen“, sagt Huber. Dies sei der Preis für hohe Erträge in den Folgejahren. Dies zeigte sich während der Finanzkrise beim StarCapital Argos. Verlor dieser im Jahr 2008 fast zehn Prozent, stieg er 2009 und 2010 insgesamt um über 40 Prozent. „Börsengewinne sind Schmerzensgeld. Erst kommen die Schmerzen und dann das Geld“, zitiert Huber André Kostolany.

Anleihen bewertet Huber derzeit skeptisch. „Durch die Manipulationen der Notenbanken hat sich an den Anleihemärkten eine gewaltige Blase gebildet“, erklärt er. Im Lauf der Zeit würden die Flurschäden der negativen Zinsen immer deutlicher zutage treten. Etwa durch eine neue Bankenkrise. Im Argos setzt Huber daher auf eine kurze Restlaufzeit. Sollten die Bondrenditen steigen, fielen die Kursverluste dann nur gering aus. Huber geht aber noch einen Schritt weiter. „Wir wollen durch den Leerverkauf von Staatsanleihen Geld verdienen, wenn die Blase platzt.“

MICHAEL HASENSTAB

Auch Michael Hasenstab investiert antizyklisch. Seit 14 Jahren managt er den Templeton Global Bond Fund, seit 13 Jahren den Templeton Global Total Return Fund – beides weltweit anlegende Rentenfonds. In den vergangenen zehn Jahren war Hasenstab damit so erfolgreich,

dass er in beiden Fonds in der Spitze jeweils über 30 Milliarden Euro verwaltete. Seit September 2014 schwächelten die Fonds aber. Hatte Hasenstab sein Handwerk verlernt? Offenbar nicht. In jüngster Zeit holten beide Fonds wieder auf.

Grund: Hasenstab erwartet, dass die Rendite von US-Staatsanleihen steigen wird, was bislang jedoch nicht geschah. Sein Kalkül könnte nun aber aufgehen. Der Auslöser dafür: Hasenstab glaubt, dass die US-Inflation Anfang 2017 auf drei Prozent steigt. Auch seine Yen-Strategie schlug lange fehl. Statt zu fallen, wurde der Yen immer stärker. Erst in diesem Sommer endete die Yen-Rally. „Wir glauben, dass wir auf längere Sicht richtig aufgestellt sind“, sagt Hasenstab. „Leider dauert es oft lange, bis die Märkte sich an große makroökonomische Veränderungen anpassen.“ Irgendwann würden sich die Fundamentaldaten aber an den Märkten immer durchsetzen.

MICHAEL FRAIKIN

Gegenüber Carmignac, Ehrhardt, Hasenstab und Huber zeigt Michael Fraikin einen bemerkenswerten Unterschied. Denn Fraikin ist ein „Quant“. Er arbeitet bei Invesco in einem Team, das systematisch gemanagte Fonds betreut. Das bedeutet: Fraikin und seine Kollegen haben ihre Computer so programmiert, dass diese die Aktien selbstständig aus- →

Fonds-Discount

mit

100% Rabatt

auf Ausgabeaufschlag, Depotgebühr
und Transaktionskosten.

Kostenloses Infopaket

AAV Fondsvermittlung GmbH & Co. KG

Ihr fairer Partner seit 1988 - Südl. Stadtgraben 11 - 73430 Aalen
Telefon 0 73 61 - 68 04 75 / Telefax 0 73 61 - 68 04 06
Email: AAV@Fondsvermittlung.de / www.Fondsvermittlung.de

ANZEIGE

wählen können und daraus ein Portfolio bilden. Beim Invesco Pan European Structured Equity arbeitet Fraikin schon seit 14 Jahren auf diese Weise. Seine lange Zeit bei Invesco sieht er als Vorteil. Zwar müsse man die Kollegen und sich selbst stetig hinterfragen. „Ich kann meine ganze Zeit und Energie aber unseren Fonds widmen und nicht der Suche nach einem neuen Arbeitgeber“, sagt der studierte Betriebswirt. Zudem könne man viele Dinge aufgrund der langen Erfahrung besser einordnen und neige nicht zu übertriebenem Aktionismus.

Sind quantitative Ansätze besser als ein klassischer Fondsmanager? „Ich denke, dass man beides gut und schlecht machen kann“, antwortet Fraikin salomo-

nisch. Allerdings könne ein „Quant“ im Nachhinein modellieren, ob eine Strategie funktioniert hätte. „Diese Möglichkeit möchte ich nicht missen“, betont er. Jedoch könne auch ein Quant-Modell keine Umbrüche wie die Finanzkrise im Jahr 2008 vorhersehen. Fraikin nimmt dies mit Humor. „Mein liebster Crashprophet sah nicht nur die Krise im Jahr 2008 kommen, sondern auch all die Crashes, die es nicht gegeben hat.“

Teamwork. Was auffällt: Carmignac, Ehrhardt, Hasenstab und Huber halten auch in schwierigen Zeiten an ihrer Strategie fest. Das viele jüngeren Managern gewiss schwerer. Bei Fraikin ist die Situation ähnlich. Invesco entwickelt das

Quant-System zwar stetig weiter, lässt dessen Grundgerüst aber unverändert.

Doch wie steht es mit der Nachfolge erfahrener Manager? „Wichtig ist, ob jemand allein oder im Team entscheidet“, sagt **FondsConsult-Chef Sälzle**. Je stärker das Team, desto eher sei der Weggang eines Fondsmanagers zu verkraften. Verlasse Fraikin Invesco, hätte dies wohl kaum negative Folgen. Bei Ehrhardt bestimmt Sohn Jan seit über zehn Jahren die Geschicke der Firma maßgeblich mit. Huber hat Michael Merz und zwei weitere Fondsmanager an Bord geholt. Hasenstab arbeitet im Team. Und Carmignac? „Ich weiß, dass unser Team bereitsteht, wenn mein Elan nachlässt“, sagt er. „Aber das ist noch lange hin!“

Mindestens zehn Jahre Es gibt nur wenige Manager, die ihre Fonds bereits so lange verwalten wie John Carey, Jens Ehrhardt oder Edouard Carmignac. Selbst wer seinen Fonds zehn Jahre managt, amtiert heutzutage schon lange

Fonds	ISIN	Kategorie	Auflegung	Fondsmanager	amtiert seit...	Wertentwicklung in %			Volumen in Mio. €	Laufende Kosten in %	Fonds-Note
						3 Jahre	5 Jahre	10 Jahre			
Pioneer U.S. Pioneer Fund A €¹	LU0133643469	Aktienfonds USA	13.02.28	John Carey	17.07.86	43,9	99,2	66,6	1290,4	1,72	3
FMM-Fonds	DE0008478116	Aktienfonds weltweit	17.08.87	Jens Ehrhardt	17.08.87	10,4	32,6	39,5	476,8	1,64	4
Carmignac Investissement A	FR0010148981	Aktienfonds weltweit	26.01.89	Edouard Carmignac	26.01.89	14,8	38,9	82,2	4831,4	1,82	4
Carmignac Patrimoine A	FR0010135103	Mischfonds ausgewogen	07.11.89	Edouard Carmignac	07.11.89	13,4	26,6	69,5	23566,1	1,68	3
BGF Global Allocation A2 \$	LU0072462426	Mischfonds ausgewogen	03.01.97	Dennis Stattman	30.07.93	30,4	56,0	70,1	17033,7	1,77	2
Global Advantage Major Mkt.	LU0044747169	Aktienfonds weltweit	01.12.93	Michael Keppler	01.12.93	15,0	53,7	13,6	189,6	1,46	4
DWS Telemedia Typ O	DE0008474214	Aktienfonds Telekom	04.07.94	Walter Holick	04.07.94	31,5	90,6	94,7	327,0	1,71	2
Acatis Aktien Global UI A	DE0009781740	Aktienfonds weltweit	21.05.97	Hendrik Leber	21.05.97	23,9	62,2	54,8	264,9	1,55	3
StarCapital Bondvalue UI A²	DE0009781872	Rentenfonds weltweit	15.09.97	Peter E. Huber	15.09.97	10,5	22,7	66,3	95,2	1,24	2
Nordea European Value	LU0064319337	Aktienfonds Europa	15.09.89	Tom Stubbe Olsen	01.11.98	16,7	59,0	34,3	1180,4	1,93	3
Comgest Magellan	FR0000292278	Aktienfonds Schwellenl.	18.04.88	Wojciech Stanislawski	01.03.99	26,7	44,0	84,6	3104,8	1,89	2
Sauren Global Growth A	LU0095335757	Dachfonds offensiv	01.03.99	Eckhard Sauren	01.03.99	27,6	65,5	56,3	189,9	2,45	2
Alger American Asset Growth A	LU0070176184	Aktienfonds USA	19.08.96	Patrick Kelly	14.07.99	55,1	129,5	149,2	548,9	2,12	2
UniRak	DE0008491044	Mischfonds offensiv	15.01.79	Thomas Jökel	01.01.00	20,4	56,0	62,3	3243,2	1,42	2
Candriam Eq I Biotech	LU0108459040	Aktienfonds Biotech	06.04.00	Rudi Van den Eynde	06.04.00	51,2	218,0	300,4	436,4	1,83	2
MFS Global Total Return A1 €	LU0219418836	Mischfonds ausgewogen	06.10.98	Steve Gorham	01.07.00	31,7	63,7	75,5	2592,7	1,94	2
Henderson Pan Europ. Equity	LU0138821268	Aktienfonds Europa	30.11.01	Tim Stevenson	19.11.01	16,4	65,8	57,3	3791,6	1,88	2
StarCapital Argos A €	LU0137341789	Rentenfonds weltweit	11.12.01	Peter E. Huber	11.12.01	13,8	30,9	75,7	568,9	1,22	3
Ethna-Aktiv A	LU0136412771	Mischfonds defensiv	15.02.02	Luca Pesarini	15.02.02	4,5	21,3	48,2	7897,9	1,86	3
Invesco Pan European Struct.	LU0119750205	Aktienfonds Europa	06.11.00	Michael Fraikin	28.06.02	26,8	82,1	92,2	6718,5	1,57	1
DWS Deutschland LC	DE0008490962	Aktienfonds Deutschl.	20.10.93	Tim Albrecht	01.07.02	27,1	105,6	152,5	5562,1	1,40	2
Templeton Global Bond A acc	LU0152980495	Rentenfonds weltweit	09.09.02	Michael Hasenstab	09.09.02	19,3	36,9	106,7	18210,6	1,39	4
Schroder US Smaller Comp. A	LU0106261612	Aktienfonds USA Neben.	17.01.01	Jenny Jones	30.12.02	44,7	114,5	117,7	307,6	1,95	2
DJE Dividende & Substanz P €	LU0159550150	Aktienfonds weltweit	27.01.03	Jan Ehrhardt	27.01.03	25,8	60,4	69,9	1192,3	1,88	3
Templeton Glob. Total Return A	LU0170475312	Rentenfonds weltweit	29.08.03	Michael Hasenstab	29.08.03	19,8	44,0	132,9	17641,4	1,41	4
LOYS Global P	LU0107944042	Aktienfonds weltweit	21.02.00	Christoph Bruns	01.01.05	24,1	65,2	74,4	388,8	1,61	3
DWS Top Dividende LD	DE0009848119	Aktienfonds weltweit	28.04.03	Thomas Schüßler	05.10.05	39,7	75,6	89,2	17384,0	1,45	2

Stichtag: 01.11.2016; ¹ Der Pioneer U.S. Pioneer Fund wurde am 05.10.2001 aufgelegt; John Carey managt die Originaltranche, den Pioneer Fund, aber bereits seit dem Jahr 1986. In Deutschland bietet Pioneer diese Tranchen jedoch nicht mehr an; ² seit rund zwei Jahren betreut Michael Merz schwerpunktmäßig den StarCapital Bondvalue; Quelle: Anbieter, Edisoft GmbH, Morningstar