



SAUREN INSTITUTIONAL - RESEARCH 2010

Kriterien zur Selektion erfolgversprechender Fondsmanager

Kriterien zur Selektion erfolgversprechender Fondsmanager

In der vorausgegangenen Ausgabe von **SAUREN INSTITUTIONAL** mit dem Thema „Qualitative Manager-Selektion“ wurde aufgezeigt, dass Fondsmanagement ein personenbezogenes Geschäft ist. Zur Auswahl von künftig erfolgversprechenden Fonds ist insbesondere die Analyse der Qualität des jeweiligen Fondsmanagers unerlässlich.

Die Selektion erfolgversprechender Fondsmanager ist elementar mit der Notwendigkeit von persönlichen Kontakten zu den jeweiligen Fondsmanagern verknüpft. Die Einschätzung der Qualität eines Fondsmanagers durch **SAUREN** entsprechend der Investmentphilosophie „Wir investieren nicht in Fonds – wir investieren in Fondsmanager“ basiert daher im Wesentlichen auf ausführlichen direkten Gesprächen mit dem Fondsmanager. In den Treffen und Gesprächen werden dabei insbesondere die in dem nebenstehenden Kasten aufgeführten Punkte behandelt.

KRITERIEN ZUR MANAGERSELEKTION

- Verständnis der Anlagephilosophie
- Kontinuität der Anlagephilosophie
- Ideengenerierung
- Bedeutung von Team und Netzwerk
- Performanceanalyse des Fondsmanagers
- Motivation des Fondsmanagers
- Bedeutung unternehmens- und personen-spezifischer Aspekte

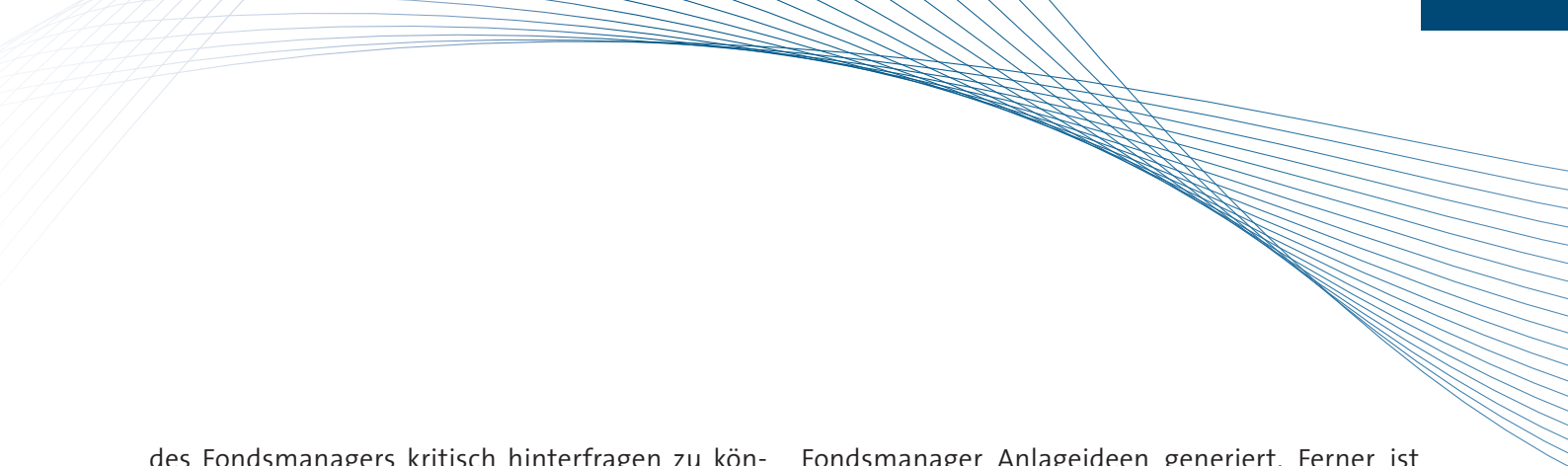
Im Folgenden erfolgt eine detaillierte Beschreibung und Veranschaulichung der Kriterien, welche für die Selektion erfolgversprechender Fondsmanager für **SAUREN** von hoher Bedeutung sind.

Verständnis der Anlagephilosophie

Bei einem Erstkontakt mit einem Fondsmanager steht insbesondere das Erlangen eines möglichst detaillierten Verständnisses für die vom Fondsmanager verfolgte Anlagephilosophie im Vordergrund. Die Gespräche werden dabei nicht nach starren Regeln oder formalen Fragenkatalogen geführt. Die flexible Herangehensweise ermöglicht es, individuell auf spezielle Aspekte der jeweiligen Anlagephilosophie einzugehen. Dementsprechend sind insbesondere Erstgespräche von einigen zielorientierten Grundsatzfragen gesteuert, die um geeignet erscheinende spezifische Kontextfragen ergänzt werden. Da es eine Vielzahl von Charakteren von

dem eher introvertierten Menschen, über den kühl kalkulierenden Strategen oder dem faszinierenden Stockpicker bis zum extrovertierten Selbstdarsteller gibt, sind die kommunikativen Fähigkeiten eines Fondsmanagers von seinen fachlichen Fähigkeiten zu unterscheiden.

Das Ziel des Erstgesprächs ist es, durch genaues Zuhören ein Verständnis für die Denkweise des Fondsmanagers zu entwickeln. Dabei werden Detailfragen hinsichtlich der Anlagephilosophie, den Entscheidungsprozessen sowie den Anlageideen gestellt, um die Fähigkeiten und das Wissen



des Fondsmanagers kritisch hinterfragen zu können und auf diese Weise zu einer Einschätzung der Kompetenz und der Qualität des Fondsmanagers zu gelangen. Insgesamt kommt es bei einem Erstgespräch darauf an, die Plausibilität der Anlagephilosophie beurteilen zu können und ein Verständnis dafür zu erhalten, auf welche Weise der

Fondsmanager Anlageideen generiert. Ferner ist die Kenntnis wichtig, wie konsequent der Fondsmanager die von ihm verfolgte Anlagephilosophie umsetzt. Daneben ist es von hoher Bedeutung, bei Verständnis der Anlagephilosophie die in der Vergangenheit erzielte Wertentwicklung im Kontext mit den Marktrahmenbedingungen zu setzen.

Kontinuität der Anlagephilosophie

Für eine fundierte Beurteilung eines Fondsmanagers erscheint es notwendig, dass der Fondsmanager auch in für die Anlagephilosophie schwierigen Zeiten seinem Stil treu bleibt. Neben der erstmaligen qualitativen Analyse eines Fondsmanagers kommt Folgegesprächen daher eine ebenso hohe Bedeutung zu. Die fortlaufende Beobachtung ermöglicht es, das Maß für das Verständnis der Anlagephilosophie und für die Denkweise des Menschen weiter zu vertiefen und die Kontinuität

bei der Umsetzung der Anlagephilosophie zu beurteilen. Die fortlaufende Analyse ist insbesondere wichtig, um zu erkennen, ob der Fondsmanager seiner Denkweise und seiner Anlagephilosophie entsprechend agiert hat. Insgesamt wird durch Folgegespräche das Verständnis weiter erhöht, Performance-Ergebnisse im Kontext der jeweiligen Marktrahmenbedingungen qualitativ richtig interpretieren zu können.

Ideengenerierung

Die Art und Weise der Generierung von Anlageideen ist elementar mit der verfolgten Anlagephilosophie verknüpft. In der Vielfalt der Anlagephilosophien sind insbesondere makroökonomische Ansätze, auf quantitativer Selektion basierende Ansätze sowie fundamental fokussierte Ansätze zu nennen.

Ein fundamental vorgehender Fondsmanager stützt sich bei der Generierung von Anlageideen auf eine Vielzahl von Quellen. Hier sind insbesondere die sorgfältige Selektion von Nachrichten, das Lesen von Zeitungen, Gespräche mit Unternehmen,

Gespräche mit anderen Marktteilnehmern, die Analyse von externen Studien, Konferenzbesuche oder auch die Betrachtung der Aktivitäten anderer Fondsmanager zu nennen. Ein fundamental vorgehender Fondsmanager wird in der Regel versuchen, durch Gespräche sowie Treffen mit Unternehmensvertretern seine individuelle Informationsbasis zu vertiefen. Bei Gesprächen mit fundamental vorgehenden Fondsmanagern kommt es insbesondere darauf an, festzustellen, wie detailliert die Kenntnis des Fondsmanagers hinsichtlich einer speziellen Anlageidee ist und wie tiefgreifend seine Analysen waren.

Bedeutung von Team und Netzwerk

Im Hinblick auf die Umsetzung der verfolgten Anlagephilosophie ist es wichtig, die Bedeutung eines möglicherweise vorhandenen Analysten-Teams oder von Fondsmanager-Kollegen zu erkennen, auf die der Fondsmanager bei der Generierung von Anlageideen oder bei Überlegungen hinsichtlich zu treffender Anlageentscheidungen sowie für einen Informations- oder Erfahrungsaustausch zurückgreifen kann. Darüber hinaus ist auch die Bedeutung von externen Analysten einzuschätzen.

Falls die Anlagephilosophie des Fondsmanagers von der Kommunikations- bzw. Zugriffsmöglichkeit auf ein internes Team oder von einem externen Netzwerk abhängig ist, so sind mögliche Veränderungen in der Vergangenheit zu hinterfragen und künftig zu beachten. Daher kommt es bei Folgegesprächen auch auf die Thematisierung von möglichen Veränderungen im Team oder innerhalb des Informationsnetzwerkes an.

Performanceanalyse des Fondsmanagers

Über die Gespräche hinaus wird die Wertentwicklung aller von einem Fondsmanager in der Vergangenheit sowie aktuell verwalteten Fonds analysiert. Bei der Betrachtung der absoluten und der relativen Entwicklung der von dem Fondsmanager verwalteten Fonds sind die jeweiligen Markt Rahmenbedingungen im Vergleich zur verfolgten Anlagephilosophie in Betracht zu ziehen. Dabei sollten sowohl Phasen analysiert werden, welche die verfolgte Anlagephilosophie begünstigt haben als auch Phasen, die zu einer Benachteiligung der verfolgten Anlagephilosophie geführt haben. Zu einer fundierten Einschätzung sind hierbei oft spezielle Aspekte der Anlagephilosophie einzubeziehen.

Über die Gespräche hinaus wird die Wertentwicklung aller von einem Fondsmanager in der Vergangenheit sowie aktuell verwalteten Fonds analysiert. Bei der Betrachtung der absoluten und der relativen Entwicklung der von dem Fondsmanager verwalteten Fonds sind die jeweiligen Markt Rahmenbedingungen im Vergleich zur verfolgten Anlagephilosophie in Betracht zu ziehen. Dabei sollten sowohl Phasen analysiert werden, welche die verfolgte Anlagephilosophie begünstigt haben als auch Phasen, die zu einer Benachteiligung der verfolgten Anlagephilosophie geführt haben. Zu einer fundierten Einschätzung sind hierbei oft spezielle Aspekte der Anlagephilosophie einzubeziehen.

Atypische Marktphasen

Bei der Interpretation einer Wertentwicklung ist stets zu hinterfragen, ob diese bei Zugrundelegung der Markt Rahmenbedingungen erklärbar ist. So darf beispielsweise nicht erwartet werden, dass ein strikt wertorientiert agierender Fondsmanager mit seinem Fonds in einem Marktumfeld wie Ende 1999/Anfang 2000, das von der Präferenz der Marktteilnehmer für stark wachstumsorientierte Unternehmen geprägt war, überdurchschnittliche Ergebnisse erzielt. In der Liquiditätskrise des Jahres 2008, in der es zu massiven

undifferenzierten Verkäufen kam und in der mit Ausnahme von Staatsanleihen höchster Bonität alle Anlageklassen deutliche Kursverluste hin zunehmen hatten, durfte nicht erwartet werden, dass ein klassischer fundamental-orientierter Fondsmanager ein besseres Ergebnis als sein Marktindex schaffte. Das Umfeld des Jahres 2008 unterstützte im Wesentlichen einige Momentum-Strategien sowie Trendfolgeprogramme, die in vielen Fällen jedoch die Nachhaltigkeit vermissen lassen.

Besondere Branchenentwicklungen

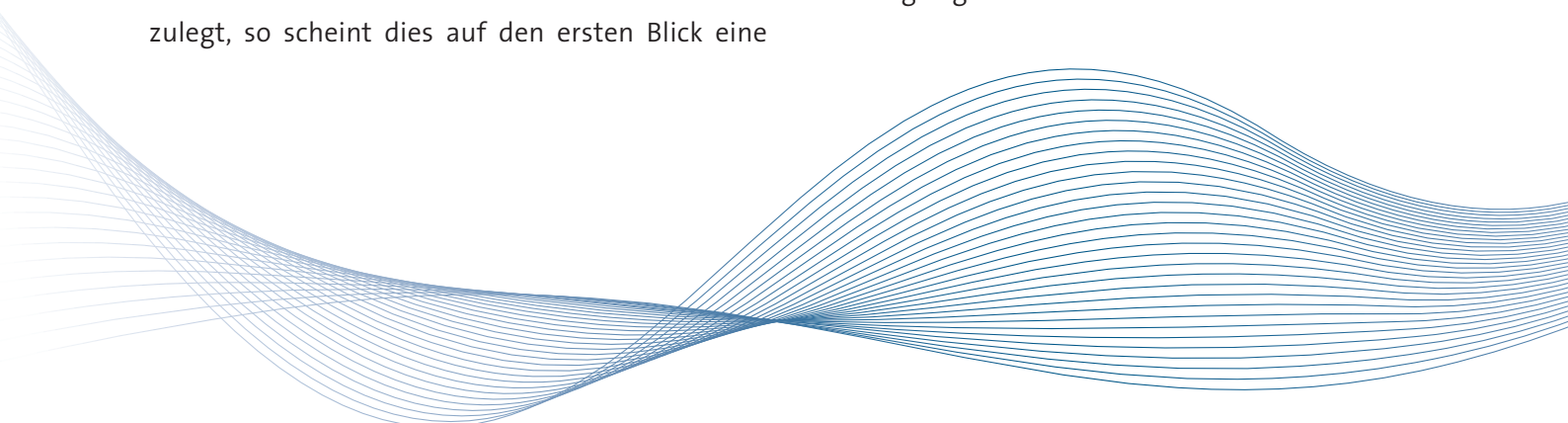
Kommt es in einzelnen Branchen temporär zu außergewöhnlich starken Kursveränderungen, wie beispielsweise bei Finanzwerten im Rahmen der Finanzmarktkrise im Jahr 2008, so hat deren Berücksichtigung im Portfolio maßgeblichen Einfluss auf die relative Wertentwicklung. Finanzwerte hatten im Jahr 2008 in europäischen Value-Aktienindizes anfänglich eine um rund 15 Prozentpunkte höhere Gewichtung als in stilneutralen europäischen Marktindizes. Wenn ein wertorientierter Fondsmanager Anfang 2008 die Entscheidung getroffen hat, europäische Finanzwerte in seinem Portfolio weniger stark als in seinem Value-Vergleichsindex zu gewichten, so lag die Gewichtung meist dennoch höher als in einem stilneutralen Marktindex. Da Finanzwerte im Jahr 2008 besonders starke Kursverluste hinzunehmen hatten, verzeichnete der wertorientierte Fondsmanager mit

seinem Fonds ein in der Regel schwächeres Ergebnis als der stilneutrale Marktindex. Gleichwohl übertraf er aufgrund seiner Entscheidung im Regelfall seinen Value-Vergleichsindex. Unter dieser Betrachtung kann eine auf den ersten Blick enttäuschende Entwicklung zu einem guten Ergebnis werden. Finanzwerte werden hingegen von anderen wertorientierten Fondsmanagern prinzipiell gemieden, da diesen das Vertrauen in die Bankbilanzen und deren verlässliche Interpretation fehlt. Verzichtete ein wertorientierter Fondsmanager daher aufgrund dieser grundsätzlichen Ansicht auf Finanzwerte in seinem Portfolio, so konnte sich der Fonds im Jahr 2008 im Regelfall besser halten als der allgemeine Marktindex. Somit bedarf die Analyse der Wertentwicklung eines Fonds stets einer genauen Kenntnis der Denkweise und der Vorgehensweise des jeweiligen Fondsmanagers.

Einfluss von Nebenwerten

Bei einem auf Standardwerte ausgerichteten Fonds ist es notwendig, zur Einschätzung der Leistung des Fondsmanagers ein mögliches Engagement des Fonds im Segment der Nebenwerte zu überprüfen. Steigt beispielsweise der Anteilspreis eines formal auf Standardwerte ausgerichteten Fonds um zwölf Prozent an, während der repräsentative Standardwerteindex um zehn Prozent zulegt, so scheint dies auf den ersten Blick eine

gute Wertentwicklung zu sein. Offenbart jedoch ein Blick in das Portfolio eine Berücksichtigung von Nebenwerten im Umfang von 30 Prozent und verzeichnete der Nebenwerteindex einen Anstieg von 20 Prozent, so fällt der Wertanstieg des Fonds von zwölf Prozent unter ein anderes Licht, da der Wertzuwachs einer realistischen Benchmark bei ca. 13 Prozent gelegen hätte.



Ausmaß der Ineffizienzen des Marktsegments

Darüber hinaus ist der Mehrwert, den ein erfolgversprechender Fondsmanager mit seinem Fonds gegenüber einem repräsentativen Marktindex erzielen sollte, in Bezug zu dem Ausmaß der Ineffizienzen des Marktsegments zu setzen. So ist es etwa für einen ausschließlich auf die Standardwerte der Hauptaktienmärkte ausgerichteten Fondsmanager schwieriger, einen hohen Mehrwert zu erzielen, als für einen Fondsmanager, der in Werte der Aktienmärkte der Schwellenländer oder in Nebenwerte investiert. So wird die Entwicklung der Standardwerte der Hauptaktienmärkte von einer Vielzahl von Marktteilnehmern sehr genau beobachtet und diese Werte weisen daher in der Regel nur relativ geringe Ineffizienzen auf. Dagegen wird die Entwicklung der

Werte der Aktienmärkte der Schwellenländer, insbesondere jenseits der wenigen weltweit bekannten Unternehmen sowie vieler Nebenwerte nur von einer sehr geringen Anzahl von Marktteilnehmern verfolgt, so dass bei diesen Werten langfristig durchaus hohe Ineffizienzen anzutreffen sind. Insofern sind die in der Vergangenheit erzielten Ergebnisse eines Fondsmanagers stets in Bezug zu den Möglichkeiten des Marktsegments zu setzen. In diesem Kontext kann ein kontinuierlicher annualisierter Mehrwert eines Standardwerte-Fondsmanagers von zwei Prozentpunkten eine hervorragende Leistung sein, während von einem in ineffizienteren Marktsegmenten agierenden Fondsmanager durchaus höhere Mehrwerte erwartet werden dürfen.

Interpretation der Wertentwicklung

Bei der Interpretation des von einem Fondsmanager erzielten Mehrwerts gegenüber der Marktentwicklung bzw. des absoluten Ergebnisses ist genau zu untersuchen, wie das Ergebnis zustande gekommen ist. Dabei sind Entscheidungen auf einer Vielzahl von Ebenen wie der Einzeltitelauswahl, der Ländergewichtung, der Branchengewichtung bzw. dem Liquiditätsmanagement denkbar. Darüber hinaus kann auch die Absicherung von Währungsrisiken bzw. von allgemeinen Marktrisiken einen signifikanten Einfluss auf die Wertentwicklung haben. Gegebenenfalls sind auch die Long/Short-

Gewichtung oder der Einsatz von Fremdkapital zu beachten. Geht der Mehrwert auf eine Vielzahl von richtigen Einzelentscheidungen – beispielsweise bei der fundamentalen Unternehmensanalyse – zurück, so stellt dies eine Indikation dar, dass dies mit hoher Wahrscheinlichkeit auch in der Zukunft so sein sollte. Dagegen stellt sich bei einer einzelnen richtigen Entscheidung mit massiven Auswirkungen auf die Wertentwicklung, wie beispielsweise der Vervielfachung des Kurses einer einzelnen Aktie oder der gelungenen Absicherung im Rahmen einer Krisensituation, die Frage der Wiederholbarkeit.

Berücksichtigung des Volumens

Darüber hinaus ist bei der Betrachtung der bisherigen Entwicklung der vom Fondsmanager verwalteten Fonds das jeweils verwaltete Volumen in Bezug zu setzen. So sind bei einem niedrigen Volumen erzielte herausragende Wertentwick-

lungen kaum wiederholbar, wenn das Fondsvolumen durch hohe Mittelzuflüsse stark ansteigt und dies zur Verwässerung von Anlageideen und zu Einschränkungen bei der Umsetzung von Anlageentscheidungen führt.

Motivation des Fondsmanagers

Neben dem für die richtige Interpretation der Wertentwicklung elementar notwendigen detaillierten Verständnis der verfolgten Anlagephilosophie ist es wichtig, einen persönlichen Eindruck von dem Fondsmanager zu erhalten und seine Fähigkeiten und seine Motivation einschätzen zu können. So können jüngere Fondsmanager eventuell noch von monetären Aspekten getrieben sein,

während es insbesondere langjährig erfolgreichen Fondsmanagern meist mehr auf das Renommee und auf den Beweis ankommt, mit den eigenen Entscheidungen besser als der Markt und die Wettbewerber zu sein. Zur Abrundung des persönlichen Eindrucks kann auch eine Information über die Hobbys des Fondsmanagers nützlich sein.

Bedeutung unternehmens- und personenspezifischer Aspekte

Eine umfassende qualitative Analyse schließt ebenfalls unternehmens- und personenspezifische Aspekte ein. So wird insbesondere bei kleineren Investmentgesellschaften die Eigentümerstruktur sowie die Zukunftsfähigkeit des Unternehmens analysiert. Daneben sollten Interessenskonflikte

des Fondsmanagers bei der Verwaltung des Fonds ausgeschlossen sein. Im Hinblick auf eine Interessenshomogenität des Fondsmanagers mit seinen Investoren erscheint es sinnvoll, wenn der Fondsmanager einen wesentlichen Betrag seines privaten Vermögens in dem eigenen Fonds angelegt hat.

Fazit

Die Selektion erfolgversprechender Fondsmanager basiert auf detaillierter qualitativer Analyse und bedingt ausführliche persönliche Gespräche mit dem jeweiligen Fondsmanager als Entscheidungsträger. Ein potenziell erfolgreicher Fonds wird von einem erfahrenen Fondsmanager mit einer nachvollziehbaren Investmentphilosophie und einem plausiblen Wettbewerbsvorteil verwaltet. Die erzielten Ergebnisse sind dabei stets vor dem Hintergrund der Anlagephilosophie und der Marktrahmenbedingungen zu interpretieren. Bei erfolgreichen Fondsmanagern handelt es sich oft um integere Persönlichkeiten mit hoher Motivation für ihre Arbeit.

Auf Basis der langjährigen Erfahrung in der qualitativen Fondsmanager-Analyse mit über 350 Fonds-

managersgesprächen pro Jahr und über 4.000 Gesprächen insgesamt kann **SAUREN** eine hohe Erfolgswahrscheinlichkeit bei der Identifizierung attraktiver Anlagemöglichkeiten vorweisen. Die nachhaltigen Erfolge von **SAUREN** bei der Managerselektion in allen bedeutenden Anlagesegments sind anhand konstant überdurchschnittlicher Dachfondsergebnisse in einem Zeitraum von mehr als zehn Jahren transparent und nachvollziehbar. Das institutionelle Angebot von **SAUREN** ermöglicht den Zugriff auf umfangreiches Wissen und langjährige Erfahrung. Mit einem einzigartigen auf die Person des Fondsmanagers bezogenen Research-Ansatz können attraktive Managementlösungen aus unterschiedlichen Anlageklassen effizient auffindig gemacht werden.

SAUREN INSTITUTIONAL

Die **SAUREN GRUPPE** ist der führende unabhängige Spezialist für qualitative Fondsanalysen, bei denen die Fondsmanager und ihre persönlichen Fähigkeiten im Mittelpunkt stehen. Hinter dieser einzigartigen personenbezogenen Investmentphilosophie steht heute einer der erfolgreichsten Dachfondsmanager Europas und ein innovatives Dienstleistungsangebot für institutionelle Investoren. Weitere Informationen zu **SAUREN INSTITUTIONAL** finden Sie unter www.sauren.de/institutional.

Stand: März 2010