

WOLFGANG FICKUS, CFA®

## PORTFOLIORISIKO UND -RENDITE STEUERN KNOCKOUT VERMEIDEN



Wolfgang Fickus, CFA®  
Produktspezialist

### AUF EINEN BLICK

- Eine Krise wie die Corona-Pandemie ist der ultimative Lackmus-test für jedes Portfolio-Risikomanagement.
- Finanzdienstleister haben sich lange Zeit auf Standardrisikomodelle verlassen, die auf getesteten Annahmen sowie der Wertentwicklung in der Vergangenheit basieren und in einer Alpha-Generierung eine Anomalie sehen.
- Comgests Herangehensweise an Risiko und Rendite steht im Widerspruch zu diesen Modellen. Bei der Portfoliokonstruktion verfolgen wir einen darwinistischen Ansatz, der tief in wirtschaftlichen Burggräben verankert ist.

Es war die erste Niederlage des Boxers Mike Tyson in seinem 38. Profikampf<sup>1</sup>. Neun Mal hatte er seinen Schwergewichtstitel erfolgreich verteidigt. Fast fünf Jahre war Tyson der ungekrönte König im Schwergewichtsboxen. Mit jedem weiteren K.o. festigte sich sein Ruf als unverwundlicher, ja unbesiegbarer Boxer. All das änderte sich in der Nacht des 11. Februar 1990 in Tokio, als Tyson zu Boden ging und mit ihm sein Mythos. Sein Herausforderer James Douglas, genannt Buster, schickte den Boxmeister in der 10. Runde auf die Bretter – K.o. Er sicherte sich damit Tysons Meistergürtel und einen Platz in der Geschichte des Boxens.

So wie niemand Tysons Knockout kommen sah, traf es auch die Wall Street aus heiterem Himmel, als das ehrwürdige Wertpapierhaus Lehman Brothers am 15. September 2008 Pleite ging<sup>2</sup>. Es war ein Kollaps, der so undenkbar war, dass er selbst die US-Zentralbank auf dem falschen Fuß erwischte. Im Februar 2008 gab Ben Bernanke, damals Vorsitzender der US-Notenbank, in seinem halbjährlichen Rechenschaftsbericht vor dem Bankenausschuss des US-Senats zu Protokoll, dass man im Zuge der Finanzkrise zwar mit Insolvenzen bei kleineren Banken rechnen, „aber keine Probleme dieser Art bei international tätigen Großbanken erwarte ...“.<sup>3</sup>

Nur wenige Monate vor dem Zusammenbruch hatte Lehman Brothers seinen Bericht zum Geschäftsjahr 2007 vorgelegt. Darin beschrieb die Investmentbank auf 28 Seiten ausführlich ihr Risikomanagement sowie die breite geschäftliche und geografische Diversifizierung, die „Mutter“ aller Risikominderungsstrategien.

<sup>1</sup> Smyth, Julie. 30 years after Mike Tyson fight, Buster Douglas is 'feeling good', The Chicago Tribune, 2. Februar 2020.

<sup>2</sup> Sorkin, Andrew Ross, Lehman Files for Bankruptcy; Merrill Is Sold, The New York Times, 14. September 2008.

<sup>3</sup> Banks should seek more capital: Bernanke, Reuters, 28. Februar 2008.

WOLFGANG FICKUS, CFA®

## PORTFOLIORISIKO UND -RENDITE STEUERN KNOCKOUT VERMEIDEN

- Sind Annahmen, die auf der Performance der Vergangenheit basieren, eine sichere Methode, um künftige Risiken zu quantifizieren?

Der Bericht stellte „quantifizierbare Risiken unter Verwendung von Methoden und Modellen fest, die auf getesteten Annahmen basieren“. Weiter hieß es, man messe „den Diversifizierungsvorteil innerhalb unseres Portfolios, indem mit historischen Daten simuliert wird, wie sich die Positionen ... verhalten hätten ...“<sup>4</sup>

Getestete Annahmen und simulierte Ergebnisse schienen Lehman Brothers ein sicherer Weg, um das Risiko abzuschätzen, und vielen Spielern ausreichend, bei Tyson angesichts seiner glorreichen Erfolge auf Sieg zu wetten. In beiden Fällen war man davon ausgegangen, dass die Entwicklung der Vergangenheit als guter Indikator für die Zukunft taugen würde. Dem aber war und ist nicht so. Beide Wetten waren mit hohem Risiko behaftet. Die globale Finanzkrise wurde schlimmer, als man es sich in Worst-Case-Szenarien ausgemalt hatte. Tyson schien solange unbesiegbar, bis er schließlich doch auf die Bretter ging. Und genau das ist das Paradoxon des Risikomanagements an den Finanzmärkten.

Wie gut es wirklich ist, zeigt sich erst in einer Krise. Was aber bleibt, wenn die Risikoinstrumente versagen? Ist es für einen Portfoliomanager überhaupt möglich, das Risiko unter Kontrolle zu bekommen?

- Comgest ist überzeugt, dass fundiertes Wissen über die Rentabilitätsmerkmale von Unternehmen der weitaus bessere Weg ist, um die in einem Portfolio enthaltenen Risiken zu verstehen.
- Tiefe wirtschaftliche Burggräben dürften ein Unternehmen schützen. Sie sind von zentraler Bedeutung für die Rentabilitätsmerkmale unserer Portfoliounternehmen und für das Risiko in unseren Portfolios.

### COMGESTS VERSTÄNDNIS VON RISIKO

Statt die Wahrscheinlichkeitsverteilung historischer Aktienkursrenditen zu betrachten, halten wir bei Comgest ein fundiertes Wissen über die Rentabilitätsmerkmale eines Unternehmens für den weitaus besseren Weg, um die in einem Portfolio enthaltenen Risiken zu verstehen. Unsere Risikobetrachtung erfolgt auf der Unternehmensebene, während den branchenüblichen Risikomodellen Preisvolatilität und Kovarianzen – also Daten auf der Marktebene – zugrunde liegen. Oder anders ausgedrückt: Um die Risiken zu verstehen, konzentrieren wir uns auf das, was in den Unternehmen und nicht auf das, was auf dem Markt passiert.

Wir halten Ausschau nach tiefen wirtschaftlichen Burggräben, die ein Unternehmen schützen können. Für die Rentabilitätsmerkmale unserer Portfoliounternehmen und für das in unseren Portfolios enthaltene Risiko sind sie von zentraler Bedeutung. Sie sollen den Wettbewerbsvorteil der von uns ausgewählten Qualitätswachstumsunternehmen verteidigen und sind der

<sup>4</sup> Lehman Brothers Holdings Inc., Form 10-K: Annual Report for the fiscal year ended 30 Nov 2007, SEC Archives, Seiten 69 – 70.

WOLFGANG FICKUS, CFA®

## PORTFOLIORISIKO UND -RENDITE STEUERN

### KNOCKOUT VERMEIDEN

Schutzwall, der unsere Portfoliounternehmen gegen Ereignisse wie Währungsschocks oder Wirtschaftskrisen abschirmt.

Ökonomische Burggräben können verschiedenen Ursprungs sein und sich zum Beispiel aus Größe und Skaleneffekten ergeben. Ein Einzelhändler mit einem Jahresumsatz von mehr als 500 Milliarden US-Dollar verfügt über Teams von Einkäufern, die ihren Lieferanten Preissenkungen aufzwingen können und von niedrigeren Vertriebsstückkosten profitieren. Diese Vorteile kann der Einzelhändler dann in Form niedrigerer Preise an seine Kunden weitergeben.

Es gibt auch Burggräben, die auf geistigem Eigentum beruhen, wie z. B. bei einem führenden Hersteller von Lithografieanlagen mit hochmoderner EUV-Technologie, die das Drucken von immer kleineren Halbleiterschaltkreisen ermöglicht.

Auch das Wiedererkennen einer Marke kann ein Wettbewerbsvorteil sein. Wir alle kennen Unternehmen, die dank ihres ikonischen Markennamens oder Logos unverwechselbar und leicht erkennbar sind. Dennoch reicht – unabhängig von der Branche – die Bekanntheit einer Marke allein möglicherweise nicht, um den Wettbewerbsvorteil zu sichern. Sie muss häufig mit anderen Unterscheidungsmerkmalen kombiniert werden, wie z. B. einem Vertriebsnetz, das sich nur schwer oder nur mit hohem Kostenaufwand kopieren lässt.

Auch ein Netzwerkeffekt, bei dem der Wert eines Produkts oder einer Dienstleistung in der Regel steigt, je mehr Menschen es nutzen, kann einen wirtschaftlichen Burggraben begründen. Ein gutes Beispiel dafür ist die weltweite Dominanz bestimmter Suchmaschinen oder Social-Media-Plattformen. Hierbei handelt es sich um einen sogenannten „Winner-takes-all“-Markt, da die Relevanz von Suchergebnissen oder Communities von der Zahl der Nutzer abhängt, woraus ein sich selbstverstärkender Kreislauf resultiert. Das gilt auch für den Markt des Internethandels, der von einer Handvoll globaler E-Commerce-Player beherrscht wird. Je mehr Verbraucher auf diesen Plattformen einkaufen, desto mehr Anbieter ziehen sie an.

Tiefe wirtschaftliche Burggräben sind für Comgest deshalb so wichtig, weil sie es den Unternehmen aus unserer Sicht ermöglichen, über längere Zeit Kapitalrenditen zu erwirtschaften, die über ihren Kapitalkosten liegen. Mit unserer Kaufen-und-Halten-Strategie engagieren wir uns bei solchen, von „Burggräben“ geschützten Unternehmen, damit unsere Portfolios langfristig vom Kumulierungseffekt ihres Gewinnwachstums profitieren.

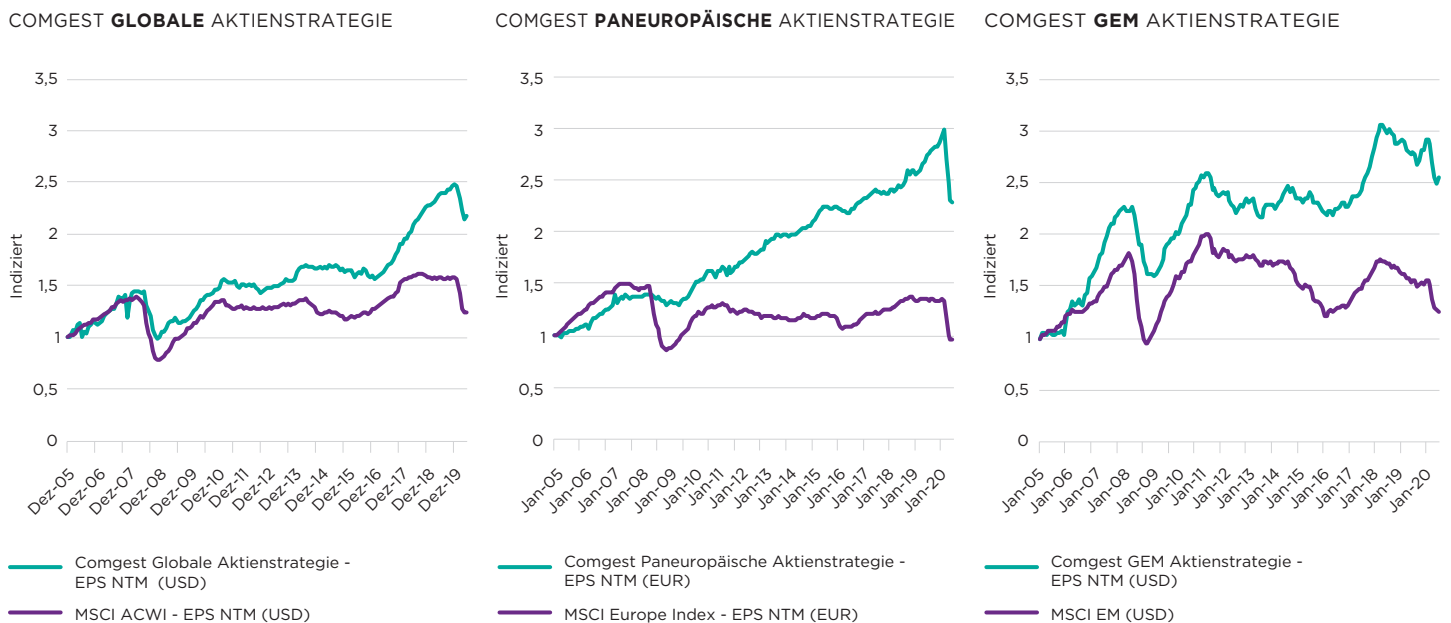
— **Tiefe wirtschaftliche Burggräben ermöglichen es Unternehmen aus unserer Sicht, über längere Zeit Kapitalrenditen zu erwirtschaften, die über ihren Kapitalkosten liegen.**

WOLFGANG FICKUS, CFA®  
**PORTFOLIORISIKO UND -RENDITE STEUERN**  
 KNOCKOUT VERMEIDEN

— Solche Burggräben können auch in Krisenzeiten Schutz bieten.

Ein weiterer Vorteil ökonomischer Burggräben besteht darin, dass sie auch in Krisenzeiten Schutz bieten können. Wenn die Nachfrage einbricht, können starke Unternehmen dank ihrer überlegenen Preissetzungsmacht ihre hohen operativen Margen verglichen mit ihren Wettbewerbern verteidigen. Das Ergebnis sind geringere Gewinnschwankungen, wie *Abbildung 1* aus den Grafiken für unsere Strategien zeigt.

Abbildung 1: EPS der Aktienstrategien von Comgest gegenüber Vergleichsindizes



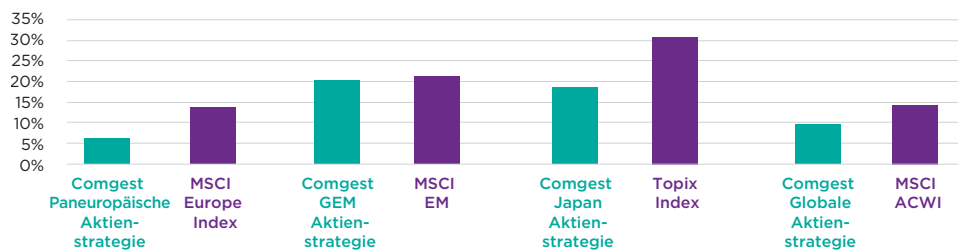
Quelle: Factset / Comgest, Stand: 30. Juni 2020. Indizes werden nur zu Vergleichszwecken angegeben. Die Comgest Strategie-Performance ist die des gepoolten Anlagevehikels, welches seit seiner Auflegung in Übereinstimmung mit der besprochenen Strategie verwaltet wird. Indizes: MSCI Europe Index; MSCI Emerging Markets (EM) Index; MSCI AC World Index (ACWI); und Topix Index.

Als Qualitätswachstumsanleger mit einem Anlagehorizont von drei bis fünf Jahren betrachtet Comgest jeden Faktor, der die langfristigen Gewinnerwartungen beeinflussen könnte, als fundamentales Risiko. Mit „Unsicherheit“ umgehen heißt für uns daher, den Unterschied zwischen realisierten und erwarteten Gewinnen so gering wie möglich zu halten. Die Konzentration auf robuste Unternehmen, die durch nachhaltige Wettbewerbsvorteile gut geschützt sind, ist eine Möglichkeit, derartige Prognosefehler zu reduzieren. In *Abbildung 2* haben wir das Ergebnis einer Analyse unserer Kernstrategien und ihrer Vergleichsindizes grafisch dargestellt. Sie zeigt, dass die absolute Abweichung des realisierten Gewinns je Aktie (EPS) am Ende eines Kalenderjahres gegenüber den Erwartungen

WOLFGANG FICKUS, CFA®  
**PORTFOLIORISIKO UND -RENDITE STEUERN**  
 KNOCKOUT VERMEIDEN

zu Beginn des Kalenderjahres für unsere Portfoliobestände deutlich geringer ist als für die Aktien der jeweiligen Indizes.

**Abbildung 2: Abweichung des tatsächlichen EPS ggü. der ursprünglichen EPS-Prognose für das Kalenderjahr (2005–2020)<sup>5</sup>**

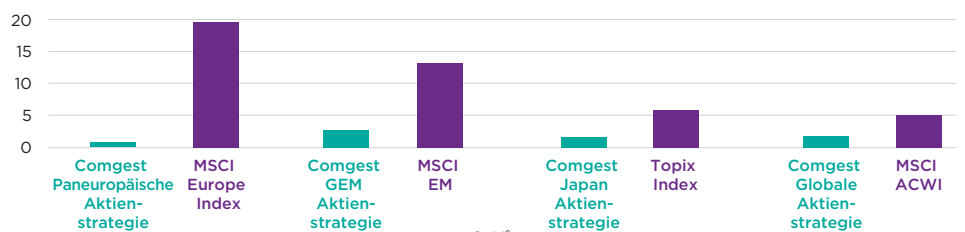


Quelle: FactSet, Comgest, Stand: 30. Juni 2020. Indizes werden lediglich zu Vergleichszwecken herangezogen. Die Daten für die Comgest Strategie beziehen sich auf ein gepooltes und gemäß der erläuterten Strategie seit deren Auflegung verwaltetes Anlagevehikel. Verwendete Indizes: MSCI Europe Index, MSCI Emerging Markets (EM) Index, MSCI AC World Index (ACWI) und Topix Index.

— Als fundamentale Stock Picker ist es uns wichtig, mit der Zeit auch die Schwankungen des realisierten Gewinnwachstums zu verringern.

Als fundamentale Stock Picker ist es uns wichtig, auch die Schwankungen des realisierten Gewinnwachstums mit der Zeit zu verringern. Wir suchen nach Firmen, von denen wir ein stabiles, zweistelliges EPS-Wachstum p. a. über fünf Jahre erwarten, und nicht nach solchen mit stärker schwankendem jährlichen Gewinnwachstum. Das meinen wir, wenn wir von hoher Transparenz sprechen. Tiefe wirtschaftliche Burggräben untermauern diese Dynamik und verringern über die Jahre die Volatilität des Gewinnwachstums. *Abbildung 3* macht deutlich, dass die Schwankungen des realisierten Gewinnwachstums je Aktie bei unseren ältesten Strategien deutlich unter denen ihrer Vergleichsindizes liegen.

**Abbildung 3: Volatilität des realisierten Gewinnwachstums (2005–2020)<sup>6</sup>**



Quelle: FactSet, Comgest, Stand: 30. Juni 2020. Indizes werden lediglich zu Vergleichszwecken herangezogen. Die Daten für die Comgest Strategie beziehen sich auf ein gepooltes und gemäß der erläuterten Strategie seit deren Auflegung verwaltetes Anlagevehikel. Verwendete Indizes: MSCI Europe Index, MSCI Emerging Markets (EM) Index, MSCI AC World Index (ACWI) und Topix Index.

Bei Comgest nehmen wir jedes Wertpapier ganz genau unter die Lupe und bekommen so tiefen Einblick in die mit unseren Portfolio-

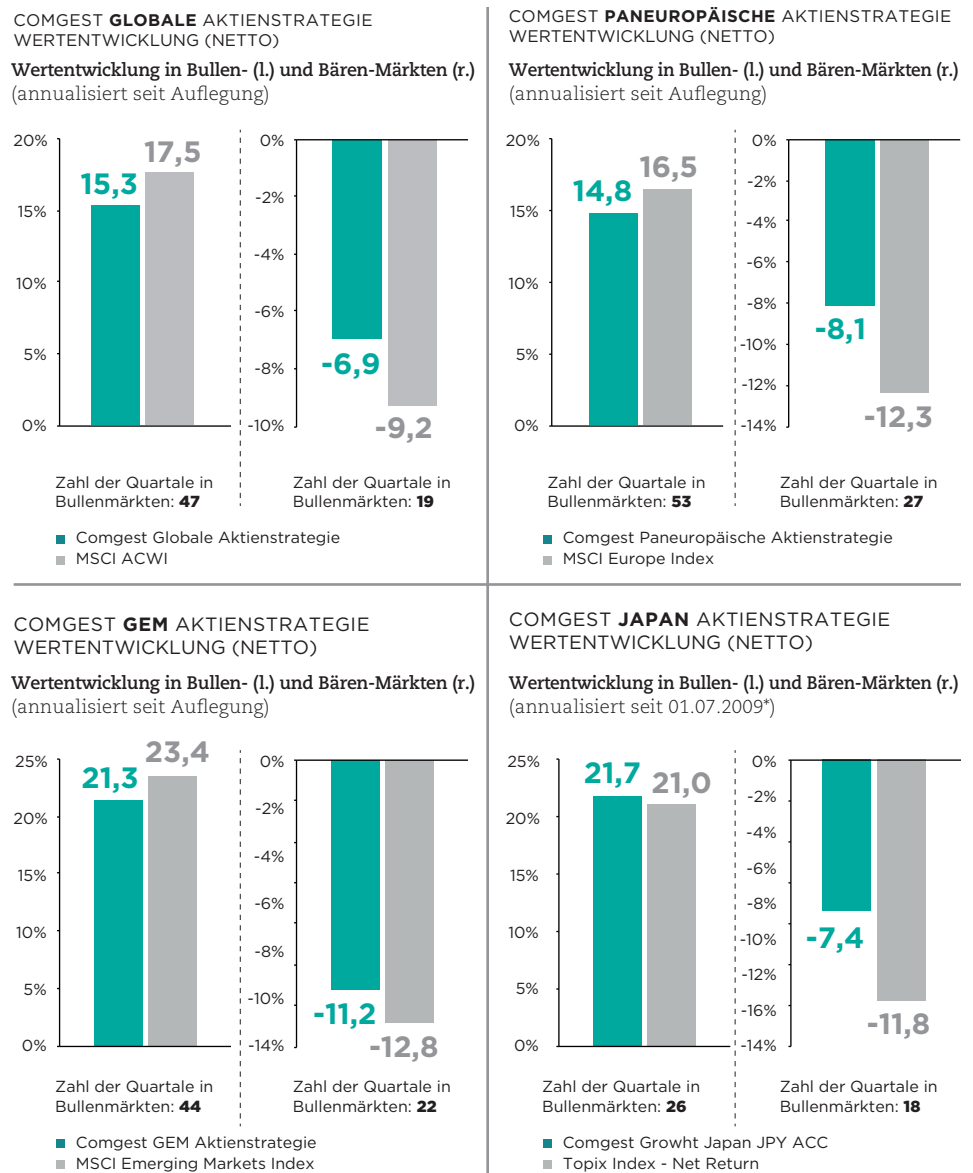
<sup>5</sup> Durchschnittliche absolute Differenz zwischen dem tatsächlichen EPS und der anfänglichen EPS-Prognose für ein Kalenderjahr (für GJ 2005-2020).

<sup>6</sup> Gemessen als Variationskoeffizient („CoV“, d.h.: Standardabweichung / mittleres annualisiertes realisiertes EPS-Wachstum) für die GJ 2005-2020.

WOLFGANG FICKUS, CFA®  
**PORTFOLIORISIKO UND -RENDITE STEUERN**  
 KNOCKOUT VERMEIDEN

beständen verbundenen Risiken. Wie aus *Abbildung 4* hervorgeht, funktioniert dieser Ansatz. Das belegen die konstant niedrigeren Verluste unserer Portfolios im Verlauf von Bärenmärkten. Sie sind das statistische Ergebnis unserer fundamentalen Risikokontrolle.

**Abbildung 4: Vergleich der Wertentwicklung der Comgest Kernstrategien in Bullen- und Bärenmärkten**



Quelle: FactSet, Comgest, Stand: 30. Juni 2020. \*Das aktuelle Team hat die Verwaltung der Japan-Strategie am 1. Juli 2009 übernommen. Indizes werden lediglich zu Vergleichszwecken herangezogen. Die Daten für die Comgest Strategie beziehen sich auf ein gepooltes und gemäß der erläuterten Strategie seit deren Auflegung verwaltetes Anlagevehikel. Verwendete Indizes: MSCI Europe Index, MSCI Emerging Markets (EM) Index, MSCI AC World Index (ACWI) und Topix Index.

WOLFGANG FICKUS, CFA®

## PORTFOLIORISIKO UND -RENDITE STEUERN

KNOCKOUT VERMEIDEN

- Der auf finanziellen und nicht-finanziellen Kennzahlen basierende Auswahlprozess von Comgest für solche Qualitätswachstumsunternehmen wirkt wie ein natürlicher Filter, der die Zusammensetzung unserer Portfolios bestimmt.

### RISIKO, RENDITE UND DIE PORTFOLIOKONSTRUKTION

Der Auswahlprozess von Comgest für solche Qualitätswachstumsunternehmen basiert auf finanziellen und nicht-finanziellen Kennzahlen. Er wirkt wie ein natürlicher Filter, der die Zusammensetzung unserer Portfolios bestimmt. Ein zentraler Bestandteil dieses Prozesses ist, wie eingangs erwähnt, das Aufspüren von Unternehmen mit wirtschaftlichen Burggräben, die uns ganz praktisch helfen können, das Portfoliorisiko zu steuern. In der Theorie hört sich das recht einfach an. In der Praxis aber sind Unternehmen mit starken und nachhaltigen Wettbewerbsvorteilen selten. Dank jahrelanger Erfahrung und fundierter Unternehmensanalysen sind wir in der Lage, rund um den Globus solche verborgenen Schätze zu heben. Über ein konzentriertes Portfolio mit einigen wenigen dieser aussichtsreichen Qualitätswachstumsunternehmen lässt sich ihr einzigartiger Kumulierungseffekt aus unserer Sicht am besten nutzen.

Dass wir uns auf Unternehmen konzentrieren, die wir sehr gut kennen, ist für uns zudem eine Möglichkeit, das ultimative Risiko einer Anlage zu meiden: den absoluten Kapitalverlust. Aus diesem Grund stehen im Zentrum der Anlagephilosophie von Comgest fundierte Kenntnisse über ein Unternehmen, die es uns ermöglichen, seine Schwachstellen zu erkennen. Unser kontinuierliches Research vor Ort verhilft uns zu tieferen Einblicken in ein Unternehmen und seinen Markt, als dies anhand der bloßen Beschäftigung mit seinem Jahresabschluss oder seinen sonstigen Veröffentlichungen möglich wäre. Dieses Wissen ist ein Kapital, das uns sehr wachsam für Veränderungen bei einem Unternehmen macht und das für den Aufbau eines möglichst risikoarmen Portfolios unerlässlich ist.

Konzentrierte Portfolios wie unsere setzen auch eine akribische Portfoliokonstruktion voraus. Sie lässt sich recht gut mit dem von Nassim Nicholas Taleb geprägten Begriff der „Antifragilität“ beschreiben.<sup>7</sup> Sein Konzept bietet eine erfahrungsbasierte Methodik zum Umgang mit Unwägbarkeiten. Ziel dieses auf Versuch und Irrtum basierenden Prozesses ist die Schaffung eines Systems, das besser wird, wenn es einem Schock oder Stress ausgesetzt wird.<sup>8</sup> Resiliente Systeme halten Schocks stand, ohne sich selbst zu verändern. Antifragile Systeme werden dagegen besser, wenn sie Stress ausgesetzt werden. Antifragilität ist jedoch kein Zufallsprinzip. Bei jedem Versuch müssen die potenziellen Fehlerkosten

<sup>7</sup> Taleb, Nassim Nicolas. Antifragilität: Anleitung für eine Welt, die wir nicht verstehen, Knaus (1. Ausgabe vom 25. Februar 2013, 688 Seiten).

<sup>8</sup> Liberto, Daniel. Anti-Fragility, Investopedia, 29. Juli 2019. Ein ähnliches Phänomen kennen wir aus der Medizin. Beschrieben wird es anhand des Wolffschen Gesetzes, demzufolge sich Knochen aufbauen und an Festigkeit gewinnen, wenn sie belastet werden.

WOLFGANG FICKUS, CFA®

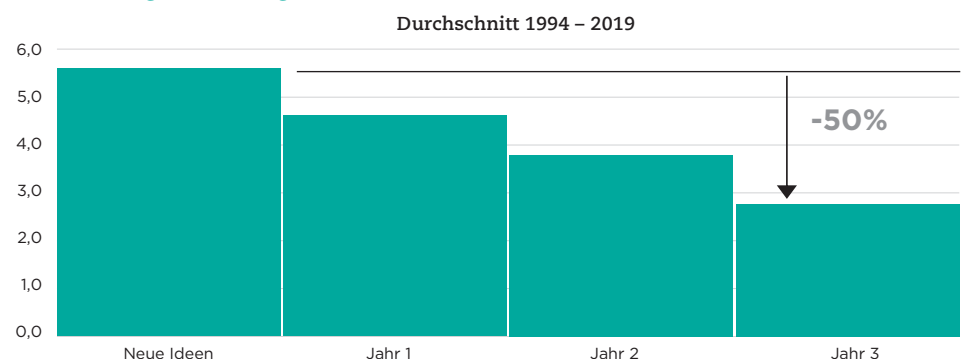
**PORTFOLIORISIKO UND -RENDITE STEUERN**  
KNOCKOUT VERMEIDEN

niedrig gehalten und muss der potenzielle Nutzen maximiert werden. Wer sich schnell anpassen und aus Fehlern lernen kann, ist in der Lage, von der Asymmetrie von Kosten und Nutzen zu profitieren.

Diese Asymmetrie von Kosten und Nutzen ist grundlegend dafür, wie unsere Portfoliomanager über Risiko und Rendite ihrer Portfolios denken. Ihre Denkweise wird geprägt von einem der wichtigsten Gesetze in der Vermögensverwaltung – der Schiefe der Renditeverteilung.<sup>9</sup> Dazu folgendes Beispiel: Verliert man die Hälfte des angelegten Kapitals, muss es anschließend verdoppelt werden, um den Verlust wettzumachen. Daher ist die Verlustbegrenzung bereits während der Portfoliokonstruktion die wesentliche Voraussetzung, um im Laufe der Zeit starke Portfoliorenditen zu erzielen und gleichzeitig das Risiko einer Anlage an den Aktienmärkten wirksam zu begrenzen.

Das Konzept der Antifragilität lässt sich auch sehr schön anhand der Konstruktion des Portfolios unserer paneuropäischen Aktienstrategie illustrieren. *Abbildung 5* zeigt die durchschnittliche Zahl neuer Positionen („Ideen“) pro Jahr, die in den letzten 25 Jahren in das Portfolio aufgenommen wurden, sowie deren Wertentwicklung nach dem Ersterwerb. Nach vier Jahren befanden sich nur noch 50% der neuen Ideen im Portfolio, den Rest hatten wir bereits wieder herausgenommen.

**Abbildung 5: Zahl der neuen Ideen, die noch nach vier Jahren in der paneuropäischen Aktienstrategie von Comgest verblieben**



Quelle: FactSet, Comgest, Stand: 30. Dezember 2019. Die Daten für die Comgest Strategie beziehen sich auf ein gepooltes und gemäß der erläuterten Strategie seit deren Auflegung verwaltetes Anlagevehikel.

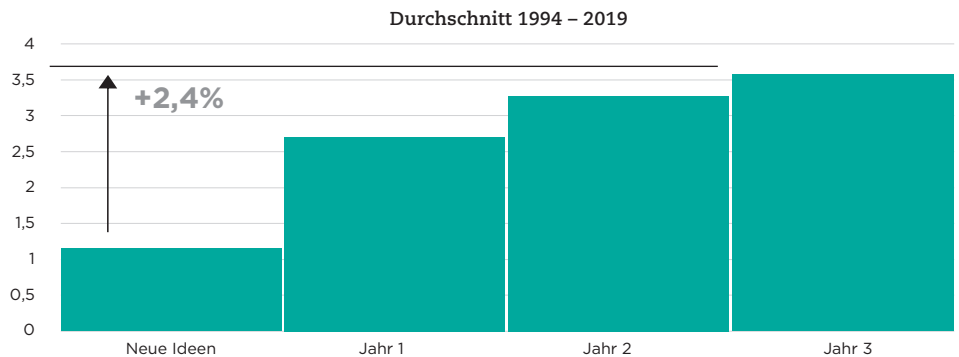
<sup>9</sup> Mehr zur Schiefe von Renditen können Sie im Comgest White Paper „Ein Ansatz zur Risikobegrenzung“ (2014) lesen, das auf Anfrage erhältlich ist.



WOLFGANG FICKUS, CFA®  
**PORTFOLIORISIKO UND -RENDITE STEUERN**  
 KNOCKOUT VERMEIDEN

Für die im Portfolio verbliebenen Ideen verdeutlicht *Abbildung 6* die Entwicklung ihrer durchschnittlichen Gewichtung, die sich von 1,2 % (Jahr 1) auf 3,6 % (Jahr 4) verdreifachte.

**Abbildung 6: Antifragilität: Durchschnittliche Gewichtung der Positionen in den Jahren 1–4 nach ihrer Aufnahme in das paneuropäische Aktienportfolio von Comgest**



Quelle: FactSet, Comgest, Stand: 30. Dezember 2019. Die Performance-Angaben für die Comgest Strategie beziehen sich auf ein gepooltes und gemäß der erläuterten Strategie seit deren Auflegung verwaltetes Anlagevehikel.

- **Unsere sorgfältig ausgewählten „Qualitäts“-Unternehmen durchlaufen einen darwinistischen Selektionsprozess, um im Comgest Portfolio zu bleiben.**

Die beiden Grafiken machen deutlich, dass selbst unsere sorgfältig ausgewählten „Qualitäts“-Unternehmen einen darwinistischen Selektionsprozess durchlaufen müssen, um im Comgest Portfolio bleiben zu können. Schwache Unternehmen, die unsere Erwartungen nicht erfüllten, wurden allmählich aus dem Portfolio entfernt, um die Fehlerkosten gering zu halten. Starke Unternehmen, die hielten, was wir uns von ihnen versprochen hatten, wurden zu größeren Positionen ausgebaut, um maximal vom Kumulierungseffekt ihrer langfristig positiven Erträge zu profitieren.

In Gesprächen mit unseren Kunden über die Modelle und Theorien hinter unserem Risikomanagement und unserer Portfoliokonstruktion verweisen diese mitunter auf wissenschaftliche Methoden und Modelle, die ihrem Verständnis eines effizienten Umgangs mit Unwägbarkeiten und einer Quantifizierung von Risiken zugrunde liegen. Auf diesbezügliche Fragen antworten wir mit dem Hinweis, dass solche Verfahren die Illusion erzeugen, alles sei unter Kontrolle. Das aber kann mitunter in die Irre führen, wie die eingangs beschriebenen Beispiele von Mike Tyson und Lehman Brothers zeigen. Unsere Portfoliomanager sind sich durchaus der Vorteile und Bedeutung eines disziplinierten Anlageprozesses bewusst.<sup>10</sup> Sie sind aber auch überzeugt, dass dieser kein Automatismus sein oder stets in der gleichen Art und Weise angewendet werden sollte.

<sup>10</sup> Weitere Informationen zum Anlageprozess von Comgest finden Sie unter: <https://www.comgest.com/de/unsere-unternehmen/anlagestrategie/anlageprozess>

WOLFGANG FICKUS, CFA®

## PORTFOLIORISIKO UND -RENDITE STEUERN KNOCKOUT VERMEIDEN

Anders ausgedrückt verfolgen unsere Portfoliomanager einen antifragilen statt rein wissenschaftlichen Ansatz, wie er weiter oben in diesem Beitrag beschrieben wurde.

Die Konstruktion eines antifragilen Portfolios – Aktie für Aktie – erinnert an den Bau einer gotischen Kathedrale im Mittelalter. Unsere Herausforderung besteht darin, Portfolios mit Unternehmen aufzubauen, die unseren Kunden über einen Anlagehorizont von mehreren Jahren zweistelliges Gewinnwachstum bieten. Die großen Herausforderungen beim Bau gotischer Kathedralen bestanden in der Höhe und der Vertikalität des Kirchenschiffs. Damals setzten die vorhandenen Techniken dem Bau komplexer Gewölbe in großer Höhe Grenzen.<sup>11</sup> Kathedralen waren das Werk von Handwerkern, die sich dazu in erster Linie auf Erfahrung stützten. Dass diese mittelalterlichen Kathedralen auch nach Jahrhunderten noch stehen, zeigt, wie solide sie aufgebaut wurden. In ähnlicher Weise sind unsere Portfoliomanager bestrebt, Portfolios mit überzeugenden Anlageideen aufzubauen, die Krisen standhalten und von Dauer sind.

### MEHRWERT GENERIEREN

— In branchenüblichen Risiko- und Renditemodellen wird die Alpha-Generierung als Marktanomalie betrachtet.

— Ein wesentlicher Teil der Portfoliorenditen, die Comgest generiert, geht auf unternehmensspezifische Renditen und nicht die Marktrendite zurück. Diese Überrendite wird als „Alpha“ bezeichnet.

Das wichtigste Wertversprechen, das wir als Vermögensverwalter unseren Kunden geben, ist die Generierung von Alpha. Aber warum wird im Rahmen der Standard-Risiko- und -Rendite-Modelle, denen die Theorie eines effizienten Marktes zugrunde liegt und die in der Finanzindustrie weit verbreitet sind, die Alpha-Generierung als Marktanomalie angesehen?

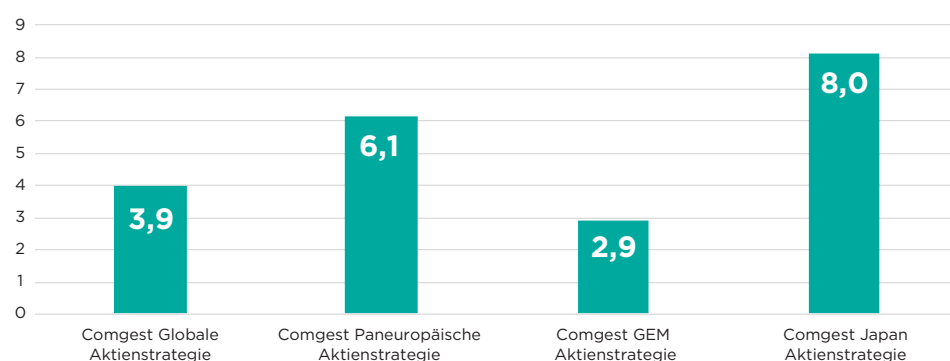
Comgest ist bei seiner Risiko-/Renditebetrachtung keinen Zwängen unterworfen, wie unsere konzentrierten Portfolios zeigen. Ein erheblicher Teil der von uns erzielten Renditen resultiert folglich aus unternehmens- und nicht marktspezifischen Renditen. Diese Überrendite wird als „Alpha“ bezeichnet und ist das, worauf unsere Portfoliomanager mit ihrer akribischen Portfoliokonstruktion abzielen. Alpha lässt sich nur mit Hilfe aktiv gemanagter Portfolios generieren. Etwa durch eine langfristig orientierte Anlagestrategie, die einen auf steigende Kurse setzenden Anleger, der nach dem Bottom-up-Prinzip vorgeht, ausmacht. Comgest blickt inzwischen auf über 30 Jahre Anlageerfahrung zurück. Auch nach dieser langen Zeit gibt die Wertentwicklung unserer Strategien

<sup>11</sup> Die Kathedrale St. Peter in Beauvais hält den Rekord für die höchste Innenhöhe mit 48 Metern. Das ist mehr als die Hälfte eines Fußballfeldes. Gleichwohl stürzte das Kirchschiff beim Bau des Daches mehrmals ein.

WOLFGANG FICKUS, CFA®  
**PORTFOLIORISIKO UND -RENDITE STEUERN**  
 KNOCKOUT VERMEIDEN

zwar keinen Hinweis auf die künftige Wertentwicklung, dafür aber Einblick in die Art und Weise, wie wir im Laufe der Zeit konsistent Alpha erzielt haben.

**Abbildung 7: Annualisiertes Alpha<sup>12</sup> der Comgest Strategien (30. November 2003 bis 30. Juni 2020<sup>13</sup>)**



Quelle: FactSet, Comgest, Stand: 30. Juni 2020. Die Daten für die Comgest Strategie beziehen sich auf ein gepooltes und gemäß der jeweils erläuterten Strategie seit deren Auflegung verwaltetes Anlagevehikel.

— **Der Anlagestil von Comgest generiert Renditen und mindert Risiken verglichen mit dem Marktrisiko und der Markttrendite.**

In der modernen Portfoliotheorie – auf der die Standardinstrumente des Risiko- und Portfoliomanagements aufbauen – wird das Alpha, das wir generieren, als Marktanomalie oder statistischer Fehler betrachtet.<sup>14</sup> In diesen Modellen werden Risiko und Rendite eines Portfolios ausschließlich von Marktrisiko und Markttrendite bestimmt. Eine kontinuierliche Generierung von Alpha hat in diesen Modellen keinen Platz.

Was ist also die Antwort von Comgest auf das Rätsel des Risiko- und Ertragsmanagements an den Aktienmärkten? Tatsache ist, dass der Anlagestil von Comgest weitgehend unabhängig von Marktrisiko und -rendite Renditen generiert und Risiken mindert. Standardrisikomodelle zu nutzen, die Preisvolatilitäten und Kovarianzen für den Markt als Ganzes zugrunde legen und dabei das Marktgeschehen betrachten, um Risiken zu quantifizieren, ist unseres Erachtens selbst aus theoretischer Sicht wenig sinnvoll.

<sup>12</sup> Alpha ist wie folgt definiert: wobei:  $\alpha$  = Alpha,  $\beta$  = Beta,  $x_i$  = Portfoliorendite für den Zeitraum  $i$ ,  $y_i$  = Benchmark-Rendite für den Zeitraum  $i$

$$\alpha = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n x_i - \beta \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n y_i$$

<sup>13</sup> Für die japanische Aktienstrategie von Comgest bezieht sich das annualisierte Alpha auf den Zeitraum vom 30. Juni 2009 bis zum 30. Juni 2020, in dem der Qualitätswachstumsstil von einem neuen Anlageteam umgesetzt wurde. Die Performance-Angaben für die Comgest Strategie beziehen sich auf ein gepooltes und gemäß der erläuterten Strategie seit deren Auflegung verwaltetes Anlagevehikel.

<sup>14</sup> In Ein- und Mehr-Index-Modellen hat dieser statistische Fehler einen Erwartungswert von 0, damit das Gleichgewichtsmodell funktioniert. In dem Ein- oder Multi-Index-Modell gibt es also kein Alpha. Siehe: Elton, Edwin J. et al., Modern Portfolio Theory and Investment Analysis, Wiley (9. Ausgabe, 2014), Seite 101 und 135.

WOLFGANG FICKUS, CFA®

## **PORTFOLIORISIKO UND -RENDITE STEUERN KNOCKOUT VERMEIDEN**

Als Nonkonformist der Branche ist und bleibt daher ein tiefes Verständnis der Fundamentaldaten unserer Portfoliounternehmen unser Ansatz für das Risikomanagement.

### **DEN KNOCKOUT VERMEIDEN**

„Jeder hat einen Plan, bis er eins aufs Maul bekommt“, war Mike Tysons Antwort auf die Frage eines Journalisten, ob er sich Sorgen wegen seines Kampfs gegen Evander Holyfield im November 1996 machen würde.<sup>15</sup> Einen Plan haben ist reine Theorie, ein Schlag ins Gesicht dagegen Realität. An den Finanzmärkten werden Standardrisikomodelle und -theorien nach wie vor von den meisten Marktteilnehmern genutzt. Sie können uns glauben machen, dass „theoretisch“ alles unter Kontrolle ist. Bis ein unvorhergesehenes Ereignis, in der Finanzwelt Schwarzer Schwan<sup>16</sup> genannt, wie der Zusammenbruch von Lehman Brothers oder die Corona-Pandemie eintritt. Die Welt und die miteinander verwobenen Marktkräfte sind mitunter einfach zu komplex für Modelle und Theorien.

### **FAZIT**

Der Ansatz von Comgest bei der Steuerung von Portfoliorisiken und -renditen ist dagegen eingebettet in die reale Wertschöpfung unserer Portfoliounternehmen. Ihre tiefen ökonomischen Burggräben können das Vermögen unserer Kunden auch in Krisenzeiten schützen. Auf diese Weise haben wir nach unserer Überzeugung die Risiken besser im Griff als mit Hilfe von Standard-Risikomodellen, die voller Fallstricke sind. Bei unserem Ansatz kombinieren wir fundierte Analysen vor Ort mit langjähriger Erfahrung beim Aufbau von Portfolios. Wir generieren Renditen, das Alpha unserer Portfolios, die in den traditionellen Finanztheorien keinen Platz haben. Die globale Finanzkrise und die Corona-Pandemie zeigen eindrücklich: Bei unvorhersehbaren Ereignissen versagen branchenübliche Risikomodelle immer wieder. Dagegen beweist die systematisch geringe Abwärts-Partizipation der Comgest Portfolios, dass es uns gelingt, Knockouts zu vermeiden.

— **Der Ansatz von Comgest bei der Steuerung von Portfoliorisiken und -renditen ist in die reale Wertschöpfung unserer Portfoliounternehmen eingebettet.**

<sup>15</sup> Tyson, Mike, „Mike Tyson explains one of his most famous quotes“, The Sun-Sentinel, 9. November 2012.

<sup>16</sup> <https://www.investopedia.com/terms/b/blackswan.asp>



**Wolfgang Fickus, CFA®**  
Produktspezialist

---

Wolfgang Fickus absolvierte ein Studium der Betriebswirtschaftslehre (Diplom-Kaufmann) an der Universität in Köln und studierte an der London Business School. Er besitzt einen CEMS Master in internationalem Management und ist Chartered Financial Analyst (CFA®). Wolfgang Fickus begann seine Karriere 1995 bei Paribas Asset Management in Paris im Fondsmanagement für europäische Aktien und wechselte im Jahr 2000 zur WestLB. Dort analysierte er deutsche und europäische Aktien aus dem Technologiesektor, bevor er ab 2005 das Mid- und Small-Cap Research leitete. Im September 2012 kam Wolfgang Fickus zu Comgest, wo er als Produktspezialist tätig ist.

---

## WICHTIGE INFORMATIONEN

Sofern nicht anders angegeben, beziehen sich die Angaben auf den 30. Juni 2020. Die hierin erwähnten Produktnamen, Firmennamen und Logos sind Handelsmarken oder eingetragene Marken ihrer jeweiligen Eigentümer.

Die in dieser Mitteilung enthaltenen Informationen sind keine „Finanzanalyse“ und werden gemäß MIFID II als „Marketing-Mitteilung“ klassifiziert. Diese Marketing-Mitteilung wurde demnach (a) nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und unterliegt (b) nicht dem Verbot des Handels im Vorfeld der Verbreitung von Finanzanalysen.

Die Performance-Angaben für die in diesem Beitrag diskutierten Strategien beziehen sich auf gepoolte und gemäß der jeweils erläuterten Strategie seit deren Auflegung verwaltete Anlagevehikel. Die Ergebnisse sind kein Indikator für die zukünftige Performance der jeweiligen Strategie oder anderer hierin beschriebener Mandate und/oder Produkte. Die Performance eines Mandats variiert je nach Auflegungsdatum und Anlagebeschränkungen des Mandats sowie anderer Faktoren und entspricht möglicherweise nicht der Performance des hier dargestellten Representative Accounts.

Verwendete Indizes: MSCI Europe Index, MSCI EM Index, Topix Index und MSCI AC World - Net Return. Indizes dienen lediglich zu Vergleichszwecken, und die Portfolios streben keine Nachbildung der Indizes an.

Die Anlageergebnisse der Vergangenheit sind kein Hinweis auf zukünftige Anlageergebnisse. Der Wert aller Anlagen und die Erträge daraus können sowohl steigen als auch fallen. Alle Kapitalanlagen beinhalten Risiken, einschließlich eines möglichen Kapitalverlusts.

Enthaltene Informationen und Meinungen stammen aus bzw. basieren auf Informationen aus Quellen, die als zuverlässig eingestuft werden; dennoch kann die Richtigkeit nicht garantiert werden. Comgest übernimmt keine Verantwortung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen. Die Informationen in diesem Dokument sind nicht erschöpfend und dienen ausschließlich Informationszwecken. Alle Meinungen und Schätzungen stellen unsere Einschätzung zum Zeitpunkt der Drucklegung dieses Dokuments dar und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Zukunftsbezogene Aussagen, Daten oder Prognosen treten möglicherweise nicht ein bzw. werden nicht realisiert.

Comgest bietet seinen Kunden keine Steuer- oder Rechtsberatung; allen Anlegern wird dringend empfohlen, mit Blick auf potenzielle Anlagen ihre Steuer- oder Rechtsberater zurate zu ziehen. Anleger sollten vor jeder Anlage den Anlagehorizont sowie die Kategorie der Anlage / des Fonds im Hinblick auf ihre eigenen Ziele und Einschränkungen überprüfen.

Anlegern obliegt es, sich über die gesetzlichen, aufsichtsrechtlichen und berufsethischen Regelungen zur Bekämpfung von Geldwäsche sowie die einschlägigen Dokumente zu deren Anwendung auf dem Laufenden zu halten und diese in der jeweils aktuellen Fassung zu beachten.

Comgest S.A. untersteht der Autorité des Marchés Financiers (AMF, französische Finanzmarktaufsichtsbehörde). Comgest Far East Limited wird von der Hong Kong Securities and Futures Commission (Wertpapieraufsicht in Hongkong) beaufsichtigt. Comgest Asset Management International Limited untersteht der Aufsicht der Central Bank of Ireland (irische Notenbank) und ist bei der U.S. Securities and Exchange Commission (US-Börsenaufsicht) registriert. Comgest Asset Management Japan Ltd. untersteht der Aufsicht durch die Financial Service Agency of Japan (registriert bei Kanto Local Finance Bureau (Nr. Kinsho 1696)). Comgest US L.L.C. ist bei der U.S. Securities and Exchange Commission registriert. Comgest Singapore Pte Ltd hat den Status einer Licensed Fund Management Company & Exempt Financial Advisor (nur institutionelle und zugelassene Investoren) und untersteht der Monetary Authority of Singapore (Finanzaufsicht Singapur).

[www.comgest.com](http://www.comgest.com)

AMSTERDAM  
BOSTON  
DUBLIN  
DÜSSELDORF  
HONGKONG  
LONDON  
MAILAND  
PARIS  
SINGAPUR  
TOKIO

Comgest Deutschland GmbH  
Sky Office  
Kennedydamm 24  
40476 Düsseldorf  
Telefon: +49 211 44 03 87-0  
Telefax: +49 211 44 03 87-23  
www.comgest.com  
kontakt@comgest.com

## ANSPRECHPARTNER FÜR KUNDEN IN DEUTSCHLAND UND ÖSTERREICH



Thorben Pollitaras

Thorben Pollitaras, MBA  
Geschäftsführer, Managing Director Deutschland  
Telefon: +49 211 44 03 87 - 22  
tpollitaras@comgest.com



Andreas Franz

Andreas Franz  
Investor Relations Manager Deutschland  
Telefon: +49 211 44 03 87-21  
afranz@comgest.com



Oliver Hausemann

Oliver Hausemann  
Investor Relations Manager Deutschland  
Telefon: +49 211 44 03 87-27  
ohausemann@comgest.com



Dieter Wimmer

Dieter Wimmer  
Leiter Sales Österreich  
Telefon: +49 211 44 03 87-29  
dwimmer@comgest.com



Silke Masuda

Silke Masuda  
Teamleader Marketing & Investor Services  
Telefon: +49 211 44 03 87-12  
smasuda@comgest.com



Christoph Rütting

Christoph Rütting  
Marketing & Investor Services  
Telefon: +49 211 44 03 87-14  
cruetting@comgest.com