

# Die Kunst, den richtigen Asset-Manager zu wählen

Es gibt eine Vielzahl von Anlageprodukten und Vermögensverwaltern – woran soll sich der Kunde orientieren?

WERNER GRUNDLEHNER

«Der übergeordnete Zweck des Asset-Managers ist es, Geld für Dritte zu verdienen», sagt André Rüegg von Bellevue Asset Management. Natürlich sei die Performance bei aktiv verwalteten Mandaten eine Grundvoraussetzung, sagt auch Jacques-Etienne Doerr, Schweizer Verantwortlicher für PGIM Fixed Income: «Gute Resultate sind ein Türöffner.» Sonst habe man beim Kunden schon von Beginn weg schlechte Karten. Aber gute Resultate liefern zahlreiche Asset-Manager.

Ganz so einfach ist die Bewertung von Asset-Managern dann aber doch nicht. Erstens ist der Blick auf die Rendite eine Rückwärtsbetrachtung, zweitens gibt es mehrere Arten von Performance, und drittens: Wie lässt sich das Abschneiden eines europäischen Mid-Cap-Fonds mit einem US-Obligationen-Fonds vergleichen?

Der gleiche Fonds wird oft in einer Version für Privatanleger und in einer für Institutionelle (mit tieferen Kosten) angeboten. Für einen Privatanleger, der über 10 Jahre hohe Renditen eingefahren hat, ist es kein grosses Unglück, wenn in einem Jahr ein Verlust von 5% eintritt. Institutionelle Anleger müssen jedoch für jedes Jahr Rechenschaft ablegen. Darum ist es etwa für einen Mischfonds für dieses Kundensegment, der auch im Nullzinsumfeld eine Performance von 2% bis 4% verspricht, existenzbedrohend, wenn ein Jahresverlust von 5% anfällt.

Werden Fonds und Produkte über Intermediäre wie Banken oder an institutionelle Anleger wie Pensionskassen vertrieben, kommen Profis ins Spiel, welche die Produkte anhand von Kennzahlen miteinander vergleichen. Obwohl diese Kunden viel analytischer wahrnehmen, weshalb ein Fonds über gewisse Perioden Geld verliert (weil er bewusst ein höheres Risiko eingeht), führt der industrielle Vergleich dazu, dass in diesem Bereich vermehrt passiv und konservativer angelegt wird. Diese Vereinheitlichung eröffnet gemäss Rüegg die Chancen für Nischenanbieter mit hoch spezialisierten Fonds. Für solche Finanzprodukte ist entscheidend, ob das vorhandene Know-how glaubwürdig und die Rendite auch nach Kosten attraktiv ist.

In Lehrmitteln und Branchenanalysen kommen weitere Faktoren ins Spiel, wenn es darum geht, den richtigen Fondsmanager zu wählen. Dazu gehören etwa Risiko-Management, Transparenz, Stabilität sowie das Management der Fonds-Grösse. Gute Asset-Manager schauen darauf, wie gross ein Fonds werden kann, ohne dass die Qualität leidet. So dürften etwa die einzelnen Investments im Verhältnis zur Marktkapitalisierung eines Unternehmens nicht zu gross sein, weil die Liquidität darunter leiden würde. Deshalb ist es alles andere als ein Warnsignal, wenn ein Fonds aus diesen Gründen vorübergehend geschlossen wird.

## Passivanlagen im Trend

In den vergangenen Jahren gewannen passive Anlagestrategien massiv an Bedeutung. Hier verzichtet der Anleger auf eine individuelle Anlagestrategie, sondern bildet schlicht einen Markt über einen Index ab. Das ist kostengünstig, und der Investor erzielt die durchschnittliche Rendite des Marktes abzüglich Kosten. «Der Trend zu passiven Anlagen ist vorderhand ungebrochen und dauert an», sagt Adrian Schatzmann, Geschäftsführer Asset Management Association Switzerland.

Das eröffne aber langfristig Chancen für aktive Managerinnen und Manager. Je weniger Asset-Manager Research betreiben und nutzen würden, desto grösser werde die Chance, damit eine Rendite zu erzielen, die über dem Marktdurchschnitt liege. Stellvertre-



Viele Fonds stellen den Fondsmanager ins Zentrum: Das schafft Vertrauen, birgt aber auch Risiken.

GAËTAN BALLY / KEYSTONE

tend für viele Sektoren nennt Schatzmann etwa Cleantech oder China, bei denen man nur schwer am aktiven Management vorbeikomme. Wer entlang eines China-Indexes investiere, habe vor allem staatliche Unternehmen im Depot, die sich primär am Staat als Eigentümer orientieren.

## Woher kommt die Performance?

Doerr erachtet die Kundennähe als zentral: «Man muss verstehen, welche Interessen der Kunde hat und welche Zielsetzungen er verfolgt.» Die Strategien dürften dabei nicht nur im Schwächere-Umfeld funktionieren. «Ich habe durchaus schon Diskussionen erlebt, in welchen der Kunde selbst bei überdurchschnittlich guten Ergebnissen wissen wollte, woher dieses Alpha kommt», erklärt Doerr. Mit Alpha ist die positive Abweichung der Performance vom Benchmark gemeint, den sich der Asset-Manager als Massstab gesetzt hat.

PGIM Fixed Income ist ein Spezialist für festverzinsliche Anlagen. Im Tiefzinsumfeld haben Bond-Anlagen an Attraktivität eingebüsst. Viele Anleger wollen aber aus Diversifikations- und Stabilitätsgründen in Anleihen investiert sein. Viele Institutionelle sind aufgrund ihrer Anlagerichtlinien sogar dazu gezwungen. Doerr verweist darauf, dass der Bondmarkt viel komplexer sei als der Aktienmarkt. Während ein Unternehmen maximal eine Aktie emittiert habe, könnten es bei Anleihen im Extremfall über 100 sein. Das erfordere grosse Teams, um eine Abdeckung und Analyse von Märkten zu ermöglichen. Diese versuchten mit einem Bottom-up-Ansatz die richtigen Unternehmen und Bonds zu finden und so den Markt zu schlagen.

Für hiesige Anleger hat sich das Angebot in den vergangenen Jahren deutlich erhöht. Das Schweizer Asset-Management ist dabei etwas erfolgsverwöhnt. Lange floss das viele Geld in einem der weltweit wichtigsten Finanzplätze fast automatisch zu den Asset-Managern. In den vergangenen Jahren haben aber grosse ausländische Anbieter, vor allem aus dem angelsächsischen Raum, deutlich Terrain gutgemacht.

In der laufenden Konsolidierung stehen die Schweizer Anbieter zudem nur an der Seitenlinie. 2021 fanden weltweit über 150 Übernahmen von Asset-Managern mit einem Transaktionswert von rund 25 Mrd. \$ statt. Grösse ist ein wichtiger Wettbewerbsvorteil, und an

ihr fehlt es auch den Schweizer Branchenführern.

Die hiesigen Asset-Manager seien aber nicht konservativ, wie vielfach angeführt werde, sagt Schatzmann. Es werde angeboten, was der Markt nachfrage. Wenn Jungunternehmen klagen, sie würden zu wenig Geld erhalten, oder sich im Ausland kotieren lassen, ist das die Folge von Angebot und Nachfrage an den verschiedenen Finanzplätzen. «Zudem ist die Branche sehr international geworden, so arbeiten bei JP Morgan, Blackrock, Credit Suisse und UBS verschiedenste Nationalitäten», fügt Schatzmann an.

## Den Kunden kennen

«Die Bekanntheit der Marke sei weiterhin ein wichtiger Faktor», sagt Doerr. Schweizer Grossbanken sind beispielsweise bekannter als PGIM Fixed Income. Es sei deshalb wichtig, dass man eine Vertretung im Land habe mit Leuten, welche die Sprache verstehen sowie die Regulierung und die Entwicklung kennen würden. Gerade bei Pensionskassen seien die Stiftungsräte oft im Nebenamt und ausserhalb der Finanzbranche tätig. Hier müsse der Asset-Manager Sorgen und Anliegen dieser Entscheidungsträger verstehen.

Es gibt gemäss Doerr Bereiche, in denen man als ausländischer Anbieter wenig Chancen hat, wie etwa Franken-Anleihen oder Schweizer Small- und Mid-Cap-Aktien. In der Abdeckung der wichtigsten, globalen Märkte zeige sich jedoch, dass grosse Teams im Research und Investment-Prozess in der Regel auch bessere Resultate erzielen würden. Aus regulatorischen Gründen muss je Fonds ein Manager benannt werden. Ein Bonds-Fonds ist gemäss Doerr aber ein Teamwork mit gleichberechtigten Partnern. Der Anlageentscheid werde von Management und Analyse gemeinsam getroffen. Trotzdem sei es wichtig, dass der Fondsmanager nicht alle zwei Jahre wechsele. Denn Stabilität ist für den Kunden ein wichtiges Thema. «Wir wollen keinen Star aufbauen», sagt Doerr. Aber es sei wichtig, die richtigen Leute langfristig an das Unternehmen zu binden – was auch heisse, Karrierechancen zu bieten.

Bellevue Asset Management kann seine Fonds nicht direkt an den Privatkunden verkaufen. Diese Kunden fragen die Fonds über Banken und Vermögensverwalter nach. Deshalb müssen die Fonds ein gewisses Renommee

haben. Bellevue Asset Management stellt dazu den Fondsmanager ins Zentrum. Der Entrepreneur Fonds, der nur in Familienunternehmen investiert, definiert sich über Fondsmanagerin Birgitte Olsen; Daniel Koller ist das Gesicht von BB Biotech. Solche «Personalisierungen» bergen aber auch grosse Risiken. Das zeigen Beispiele aus den USA.

Der Pimco-Total-Return-Fonds verlor 2014 mit dem Abgang des legendären Bill Gross seine Magie. Gross hatte es in den drei Jahren zuvor nicht mehr geschafft, seine ausserordentlichen Renditen zu erzielen, mit denen er das Vehikel zum weltgrössten Anleihefonds gemacht hatte. Ähnliches passierte, als Mark Mobius Franklin Templeton oder Bill Miller Legg Mason verliess. Grosse Fondsanbieter scheuen sich mittlerweile, auf «Starmanager» zu fokussieren oder sich sonst zu exponieren. Diese Institute können sich grosse Wetten gegen den Referenzindex kaum erlauben. Die Anlagestile sind grösstenteils vereinheitlicht, und die Fonds funktionieren unter einer gemeinsamen Marke wie «Blackrock» oder «JP Morgan».

## Kryptische Fondsprospekte

Schatzmann ortet bezüglich Transparenz noch Verbesserungspotenzial bei den Formulierungen. Wenn er einem Nicht-Finanzfachmann die Anlagestrategie aus gewissen Fondsprospekten vorlese, verstehe dieser nur Bahnhof. Manche Unterlagen hinterliessen den Eindruck, sie würden von Branchenkennern für Branchenkenner geschrieben. Viele Durchschnittsanleger könnten schon mit Ausdrücken wie «Emerging Markets» wenig anfangen.

Hoch im Kurs stehen derzeit Fonds, die eine nachhaltige Anlage versprechen. Hier sieht Schatzmann Klärungsbedarf. Jeder meine da etwas anderes, und es bestehe die Gefahr des Greenwashing – dass Anlagen nachhaltiger dargestellt werden, als sie eigentlich sind. Die Berücksichtigung von Kriterien aus den Bereichen Umwelt, Soziales und verantwortungsvolle Unternehmensführung (ESG) gehört für Rüegg nicht zu den Erfolgsfaktoren, sondern ist «unabdingbare Hygiene». Damit könne man sich nicht differenzieren, es werde bald zur Grundvoraussetzung in der Compliance. Zurzeit sei es aber so, dass es zu viele Regelwerke, Massgrößen und letztlich unterschiedliche Ratings gebe.

# Die Preismacht von Geberit

GIORGIO V. MÜLLER

Dem Sanitärtechnik-Konzern Geberit scheint sogar eine Pandemie nichts anzuhaben. Auch während der Krise blieb die Rentabilität robust und befindet sich nun bereits wieder deutlich über dem Niveau, das er vor der Pandemie erreicht hat. Gleichzeitig gewinnt Geberit Marktanteile. Elf Quartale in Folge hat das Unternehmen die Margen erhöhen können. Mit 31,3% erreichte die Ebitda-Marge im dritten Quartal zwar nicht ganz das Niveau vom Vorjahr (33,2%), lag aber weiterhin deutlich über dem mittelfristig angepeilten Margenziel von 28 bis 30%. Im jeweils schwächeren Schlussquartal wird die Marge klar tiefer ausfallen. Für das Gesamtjahr 2021 stellt das Management einen Wert von 30 bis 31% in Aussicht.

Die gute Rentabilität ist zu einen wesentlichen Teil der Preissetzungsmacht der Firma zuzuschreiben. Jahr für Jahr erhöht sie im Frühling die Preise. Dieses Jahr setzte sie im Sommer für einen Teil des Sortiments zusätzliche Preiserhöhungen durch. Nach einer weiteren Runde Anfang 2022 würden die Preise um 5% über dem Vorjahr liegen, was die höheren Inputpreise weitgehend kompensiere, heisst es.

Falls die Materialpreise wieder sinken sollten, denkt Geberit nicht daran, die Preise zu senken. Laut Konzernchef Christian Buhl seien sie von 2016 bis 2020 auch nicht nach unten angepasst worden, obwohl sich in diesem Zeitraum die Rohmaterialpreise verbilligten. Stattdessen hätten sich die Margen in diesen fünf Jahren allein deswegen um 450 Basispunkte verbessert. Die Investoren belohnen dieses robuste Geschäftsmodell mit einer hohen Bewertung und einer überdurchschnittlichen Kursentwicklung. Seit Ausbruch der Pandemie haben Geberit-Aktien doppelt so gut wie der Gesamtmarkt abgeschnitten.

# Pfizer braucht neue Kunden

DOMINIK FELDGES

So einen Verkaufrenner hat man gerne im Angebot. Der Pharmakonzern Pfizer hat seine Erwartungen für den Umsatz mit dem Covid-19-Impfstoff Comirnaty dieses Jahr schon mehrfach nach oben angepasst. Neu rechnet er damit, dass ihm 2021 Einnahmen von 36 Mrd. \$ aus dem Produkt zufließen werden, das er gemeinsam mit der deutschen Partnerfirma Biontech vermarktet.

Der Konzernchef Albert Bourla hofft darauf, dass sich das Vakzin auch im kommenden Jahr und möglichst darüber hinaus als Kassenschlager entpuppen wird. Dank stetigen Ausbauschritten wird der US-Multi laut eigenen Angaben 2022 über eine Kapazität für 4 Mrd. Dosen verfügen. Davon sind bis anhin aber erst 1,7 Mrd. Dosen durch Abnahmeverträge gedeckt. Ihr Verkauf sollte Pfizer geschätzte 29 Mrd. \$ einbringen.

Das Pharmaunternehmen ist damit trotz allen bisherigen Absatzfolgen weiterhin an der Verkaufsfrost gefordert. Bourla engagiert sich gewissermassen als Chefverkäufer und ruft persönlich Gesundheitsminister an, um sie von den Vorzügen des Impfstoffs zu überzeugen. Doch viele Entwicklungs- und Schwellenländer zögern zu seinem Leidwesen noch immer mit Bestellungen, offenbar vor allem aus preislichen Überlegungen.

Neu möchte Pfizer mit privaten Kostenträgern ins Geschäft kommen, die anders als Regierungen auch mehrjährige Abnahmeverträge schliessen. Mit der Zeit werde der Schutz der heutigen Impfungen auch vor schweren Krankheitsverläufen abnehmen, mahnt der Konzern schon heute. Geht das Kalkül auf, werden sich Menschen künftig wie bei der Grippe auch gegen Covid-19 jährlich impfen lassen, und Pfizer kann mit weiteren Milliarden-einnahmen rechnen.