

Chefsache

Bo Knudsen Carnegie Asset Management

„Nobels Lieblinge“ lautete ein Einseiter in *dpn* über Carnegie Asset Management Mitte 2008, dessen Überschrift andeutete, wer zu den ersten Investoren der etwa zehn Milliarden Euro schweren Aktienboutique aus Kopenhagen zählte. Einer, der von Anfang an dabei ist, Gründer und graue Eminenz des Unternehmens Mikael Randel („Gandalf“), wird im kommenden Jahr 70 Jahre alt und übergibt das Zepter – wie bereits vor drei Jahren kommuniziert – an seinen Chef-Portfolio-manager, den CIO Bo Knudsen.

„Eine Revolution ist nicht zu erwarten“, sagt Knudsen lachend. Das heißt: Es bleibt



bei nur ganz wenigen Produkten, die sehr konzentriert sind und reflektieren, woran die Portfolio Manager am Dampfærgevej 26 am meisten glauben: konstante Überrenditen mit aktivem Management von Aktien, die man so auswählt, dass man sie möglichst lange halten kann. Market Timing können die Dänen indes nicht. Das gibt Knudsen auch offen zu – mit dem dezenten Hinweis, dass man schließlich auch kein Wettbüro sei. Knudsen merkt man an, dass er viel Zeit damit verbringt, Trends aufzuspüren: Während des Interviews nennt er eine Handvoll Bücher, die ihm beim Investieren geholfen oder ihn daran gehindert haben. Lesen als Investment-Chance.

Der designierte Chef der dänischen Aktienboutique Carnegie, Bo Knudsen, belebt mit **Maik Rodewald** den totgesagten Gedanken des Shareholder Value, spricht über seine Idee von nachhaltigem Investieren und dem Segen konzentrierter Portfolios – und ist sich sicher, dass der Euro bleiben wird

Herr Knudsen, Sie kommen gerade aus den USA von Gesprächen mit Analysten. Welche neuen Einsichten können Sie mit uns teilen?

Wie wichtig es sein wird, Unternehmen im Portfolio zu haben, deren Hauptziel es ist, ihr Geschäft aus Sicht der Aktionäre zu führen. Das ist für uns keine neue Einsicht, aber sie ist mir bestätigt worden. Wir sprechen von Unternehmen, die systematisch hohe Dividenden ausschütten und Aktien zurückkaufen. Das sind wichtige Treiber der Aktienkurse über lange Zeiträume – und genau die interessieren uns.

Interessant, Sie sind nicht das einzige Haus, das Investoren den Blick auf die Dividendenrenditen empfiehlt.

Dass Sie mich richtig verstehen: Uns interessiert auch nicht in erster Linie die Höhe der Dividende. Wichtig ist, ob die Dividendenpolitik systematisch ist – und zwar über Jahre hinweg. Das Management soll sich nicht selbst optimieren und als Selbstzweck Wachstumsfantasien verfolgen, sondern mit dem Cashflow eigene Aktien zurückkaufen oder das Geld ausschütten – oder beides.

Ist das Ihr Ansatz von nachhaltigem Investieren?

Ja, denn wir sprechen hier erfahrungsgemäß über Unternehmen, die es lange geben wird. Viele Investoren blicken – gerade zurzeit – nur auf die kommenden Monate. Das sagt mir, dass es eine große Chance gibt für solche, die drei bis fünf Jahre nach vorne schauen.

Sie haben in Aarhus und San Francisco studiert. Welcher Akademiker hat Sie nachhaltig beeinflusst?

Was Akademiker bisher über Asset Management geschrieben haben, lässt mich nicht in Jubelstürme ausbrechen – das meiste davon wurde im Zeitalter der Industrialisierung der Finanzindustrie geschrieben, in der man davon ausging, alles messen zu können. Aber es gibt ein Buch, das mich wirklich beeindruckt hat: „The Money Game“ von George Goodman. Sein Fazit: Investieren hat viel mehr mit Psychologie und Chaostheorie zu tun als mit Number Crunching und Physik.

Wenn Sie zwei Jahre Zeit hätten, welches Buch würden Sie schreiben?

„Zeitlose Investment-Prinzipien“.

Welche bekannten Personen kommen Ihrer Denke am nächsten?

Weniger die prominenten Ökonomen, eher Menschen wie Charles Ellis. Ich lese auch gerne den Greed-and-Fear-Report von Christopher Wood.

Wem würden Sie in der Debatte um die Zukunft des Euro am ehesten folgen?

Chris Potts von der Bank Cheuvreux. Ich verfolge seine Kommentare seit 20 Jahren. Ich folge seiner These, dass Deutschland ein ganz starkes Interesse an einer tendenziell größeren als an einer zu kleinen Eurozone hat und deshalb noch einen weiten Weg zur Rettung des Euro gehen wird. Für Deutschland wäre eine Rückkehr zu einer eigenen, vermutlich sehr starken Währung schlecht für die Exportindustrie.

Wo wollen Sie alt werden – und wie finanzieren Sie Ihre Rente?

Ich will in Europa alt werden, mit Euro bezahlen und viel reisen. Ich werde mein Alter mit Aktien und Cash finanzieren. Ich bin überzeugt, dass es solche Aktien geben wird. Und vergessen wir nicht: Wir haben einen elf-jährigen Bärenmarkt hinter uns. Ich erwarte noch einen ausgeprägten Bullenmarkt, bevor ich hier abtrete. Die hohe Volatilität am Aktienmarkt schreckt sehr viele Investoren von Aktien ab – das ist auch nachvollziehbar. Aber wenn Sie langfristig investieren können, dann ist eine solche Situation ideal zum Einstieg. Renten haben Aktien über die vergangene Dekade in einem extremen Ausmaß outperformat. Das sagt mir, dass ich mir nun eher Aktien als Renten anschauen sollte.

In ihrem Flaggschiff, dem globalen Aktienportfolio, halten Sie maximal 30 Aktien. Was sagen Sie einem institutionellen Anleger, dem das nicht genügend diversifiziert ist?

Dass wir über die 20 Jahre eine Standardabweichung in Höhe des MSCI Welt haben; der umfasst immerhin 1.500 Aktien. Ich argumentiere sogar, dass unser Risiko noch geringer ist, weil Sie auch die Chance haben, die Unternehmen wirklich zu kennen.

Die meisten Investoren sind meiner Meinung nach überdiversifiziert. Was wir typischerweise bei Investoren sehen, sind größere passive Investments und kleinere Spezialisten darum herum.

Macht das Sinn?



Julius Bär *Funds*

Doppelter Antrieb || JULIUS BÄR ABSOLUTE RETURN EUROPE EQUITY FUND

**Swiss & Global
Asset Management Kapital AG**
T +49 69 50 50 50 131
funds@swissglobal-am.com
www.swissglobal-am.com

**SWISS &
GLOBAL**
ASSET MANAGEMENT

The exclusive manager of Julius Baer Funds.
A member of the GAM group.

Julius Bär Multistock - Absolute Return Europe Equity Fund ist ein Subfonds der Julius Bär Multistock (SICAV nach Luxemburgischem Recht) und ist in Deutschland zum öffentlichen Vertrieb zugelassen. Deutschland – Zahlstelle: DekaBank Deutsche Girozentrale, Hahnstrasse 55, D-60528 Frankfurt am Main; Informationsstelle: Swiss & Global Asset Management Kapital AG, Taunusanlage 15, D-60325 Frankfurt am Main. Swiss & Global Asset Management ist nicht Teil der Julius Bär Gruppe.

Ich verstehe die Motive dieser Investoren, denn nach Skill zu suchen, also nach Alpha, ist aufwendig, außerdem haben Menschen psychologisch schlechte Voraussetzungen, Outperformance zu erzielen, aber sehr gute, schlechter abzuschneiden. Investoren, die ich im weltweiten Vergleich für besonders gut halte, machen es trotzdem anders. Sie mandatieren eine Handvoll Alpha-Manager, akzeptieren einen hohen Tracking Error und kombinieren den Skill dieser Manager. Deshalb kommen sie ohne ein passives Element aus. Sehen wir der Realität ins Auge: Der größte Mythos von allen ist der, dass Märkte effizient sind. Das ist schlichtweg Unfug.

Von welchen Tracking Errors sprechen wir hier eigentlich?

Fünf bis 15. Seit es unsere Strategie gibt, seit über 20 Jahren, errechnet sich ein Tracking Error von 9,1 und über die vergangene Dekade von 6,5. Über die vergangenen drei Jahre sind es 5,3. Diese Zahlen ergeben sich aber ex post – das Portfolio steuern wir nicht danach.

Worin differenzieren Sie sich von Ihren Wettbewerbern – knapp und prägnant?

Drei Viertel unserer Einnahmen kommen aus einem Produkt, in dem sich 30 Aktien befinden. Das ist sehr fokussiert – wir sind eben Investmentmanager und keine Geschäftsleute und Verkäufer, die ständig neue Produkte auflegen müssen.

Was heißt das?

Wir sagen auch Nein – zu potenziellen Investoren, die uns aber ins Portfolio eingreifen wollen.

Wann sagen Sie Nein?

Wenn uns jemand einen Tracking Error vorgibt. Das ist gegen unser Grundprinzip, wie man Portfolios managen muss. Akzeptiert haben wir wiederum ein ethisches Screening. In unserem ethischen Fonds haben wir keine Tabakproduzenten, weil viele Kunden nicht darin investieren können.

Und was halten Sie davon, Tabakkonzerne auszuschließen?

Es ist eine teure Entscheidung. Wir verstehen sie, empfehlen sie aber nicht.

Arbeiten Sie nur mit Ausschlussprinzipien in Ihrem ethischen Fonds?

Nein, wir bekommen nicht finanzielle Daten von GES aus Schweden – über die Unternehmen, in die wir investiert sind oder in die wir investieren wollen.

Wie wenden Sie diese nicht finanziellen Kriterien für das Screening von Unternehmen an?

Wenn wir der Meinung sind, dass es irgendwo in eine falsche Richtung läuft, kann das sehr wohl bedeuten, dass wir nicht investieren oder sogar desinvestieren. So verstehen wir auch die UNPRI-Kriterien, die wir nach intensivem Studium unterstützen werden. Aber wir würden eben Tabakunternehmen nicht aus dem Portfolio ausschließen.

Welche Produkte würden Sie niemals anbieten?

Irgendwelche heißen Themen, deren Lebensdauer

schon jetzt absehbar ist. Wir haben ganz wenige Produkte, und die sind eher regional orientiert.

Welche Investment-Trends gehen in die falsche Richtung?

Allzu kurzfristige Risikomessung hat dazu geführt, dass Institutionen mit einem 20-jährigen Investment-Horizont ihre Portfolios so trimmen, dass sie nur noch unter kurzfristigen Gesichtspunkten wenig risikoreich scheinen. Das heißt auch, dass permanent am Portfolio gedreht werden muss. Was das auf lange Sicht für Konsequenzen haben kann, wird einfach ausgeblendet.

Sie nennen Carnegies Investment-Ansatz „trend-unterstütztes Stockpicking“. Nennen Sie uns doch einmal drei dieser Trends?

Einer der nachhaltigsten Trends ist, unabhängig von der makroökonomischen Entwicklung, derjenige der ‚Connected Lives‘. Virtuelle Welten entstehen, Parallelwelten, die stark wachsen. Darin tauchen wir über unsere Smartphones, Tablet-PCs und Laptops ein. Die Generation nach uns verbringt fast mehr Zeit in der virtuellen Realität. Diese Welt wird auch realistischer, wie zum Beispiel Skyrim.

Welche Risiken birgt dieser Trend?

Ein permanenter Zusammenbruch des Internets könnten den Trend stoppen. Aber das ist nicht sehr realistisch. Wir suchen solche Unternehmen, die Menschen den Zugang zu dieser virtuellen Realität verschaffen, die Gatekeeper und die Hosts, also die Gastgeber und weniger die Produzenten dieser Realität. Das sind zurzeit vor allem Hardware-Produzenten, aber auch einige Software-Hersteller: Apple, Samsung, Google und Microsoft. Diese Unternehmen bringen allerdings auch das größte Risiko in unser Portfolio, weil sie zwar schnell wachsen, aufgrund der kurzen Produktzyklen aber auch volatil sind.

„DIE MEISTEN INVESTOREN SIND MEINER MEINUNG NACH ÜBERDIVERSIFIZIERT.“

Ein weiterer Trend?

Dass in den Emerging Markets eine Mittelklasse entsteht. China wird weiter wachsen wie bisher in den nächsten drei bis fünf Jahren. Indiens Bevölkerungsdynamik wird das Land zu einem sehr nachhaltigen Wachstum verhelfen. Wir bewegen uns hier also nicht gegen den Konsens. Und die Risiken? Die wird es geben, aber ich denke, der Hunger nach einem besseren Leben wiegt schwerer als mögliche politischen Fehlentwicklungen und -entscheidungen, speziell in China. Dort sorgen wir uns aber um das Bankensystem. Wir bezweifeln, dass die Banken die Interessen der Aktionäre im Sinn haben – wie das überhaupt unser Problem mit vielen chinesischen und japanischen Unternehmen ist. Deshalb haben wir uns auch von einer chinesischen Bank getrennt, die wir im Portfolio hatten. Ein weiterer Unsicherheitsfaktor: Wie schnell schafft vor allem China den Übergang von der Rule of Man zur Rule of Law, also zu einem rechtsstaatlichen System?

CV

BO KNUDSEN

Ab 2012 CEO von Carnegie Asset Management

2001 Wiedereinstieg bei Carnegie Asset Management, aktuell Deputy CEO of Carnegie Asset Management

1998 Head of Equities, Nordea Investment Management

1994 Portfolio Manager bei Carnegie Asset Management

1989 Berufsstart im Portfolio Management bei Danske Capital, später Head of International Equity Investments

M. Sc. in Economics and Business Administration at Aarhus School of Business and San Francisco State University

1965 geboren

Wie halten Sie es mit der Politisierung des Wirtschaftsgeschehens?

Das ist ein negativer Trend, den ich „Big Government“ nenne. Ich bin nicht per se gegen staatlichen Einfluss auf das Wirtschaftsleben. Der Staat sollte aber nicht der dominante Player sein. Wenn wir eine Aktie analysieren, fragen wir uns immer: Wird der Staat diesem Unternehmen erlauben, künftig mehr oder weniger Geld zu verdienen? Vorsicht gilt bei Unternehmen im Finanz-, Versorger- und im Pharmasektor – weltweit, aber besonders in den USA und in Europa.

Ein deutscher Großanleger wünschte sich kürzlich in dpn, endlich mal einem Manager zu begegnen, der marktbedingt aktiv von seiner Asset-Klasse abrät. Wollen Sie ihn treffen?

Ja, aber nicht, um ihm von Aktien abzuraten. Was dieser Investor verlangt, ist Market Timing. Manager, die das anbieten, sind für mich keine Investmentmanager, sondern Wettbüros, die keine konstanten Renditen liefern können – geschweige denn Alpha.

Sie haben einige große internationale Klienten – welches war die klügste Frage, die Ihnen einer dieser institutionellen Anleger gestellt hat?

Warum konzentriert ihr nicht den eher defensiven Teil eures Portfolios in den USA? Die Frage macht Sinn, weil Anleger die Vereinigten Staaten als sicheren Hafen sehen, wenn Unheil aufzieht – nach wie vor. Und wir denken tatsächlich darüber nach, dieser Idee zu folgen.

Let's play long-short. Angela Merkel?

Long.

Nicolas Sarkozy?

Short.

Der Euro wird auseinanderbrechen?

Short – aber es werden weniger Staaten sein.

Türkei?

Long. Auf längere Sicht.

EZB als Lender of last Resort?

Long.

Globalisierung?

Long.

Afrika?

Short.

Leben jenseits der Erde?

Long. Wir sollten aber im wahrsten Sinne des Wortes auf dem Boden bleiben.

Renminbi in US-Dollar?

Long.

Vielen Dank für das Interview, Herr Knudsen. ■