

„Wir sind **unabhängig** genug, um uns **treu** zu **bleiben**“

Fondsmanagement sei im Grunde ein ständiger Lernprozess, haben uns **Jan-Peter Dolff** und **Franz Weis** von **Comgest** im Gespräch erklärt. Man müsse permanent reflektieren, was man verbessern könne.

Es gibt nicht viele Fondsgesellschaften im weltweiten Investmentuniversum, die in Bezug auf ihre Produktstrategie ganz bewusst und ausschließlich auf Aktien setzen. Auf den Pariser Asset Manager Comgest trifft das seit den Anfängen Mitte der 1980er-Jahre zu. Und daran wird sich auch künftig nichts ändern, wie uns Vorstandschef Jan-Peter Dolff und Chief Investment Officer Franz Weis im Interview erklärt haben.

Ihre Gesellschaft hat im Oktober ohne Zweifel Grund zu feiern. Vor 40 Jahren wurde Comgest als erste bankenunabhängige Fondsgesellschaft in Frankreich gegründet. Was sind die entscheidenden Meilensteine?

Jan-Peter Dolff: Ehrlich gesagt: Es waren nicht die vermeintlich „großen Knalleffekte“, sondern eher 40 Jahre voller kleiner Schritte, die Comgest dahin geführt haben, wo wir als Gesellschaft heute stehen. Das Ganze war begleitet von einem stetigen Wachstum durch die Auflage immer neuer Investmentstrategien beginnend mit Europa, nach einiger Zeit

»Wir sind nie der Versuchung erlegen, auf Anleihen- oder Multi-Asset-Mandate auszuweichen, wenn es an den Aktienmärkten einmal nicht so gelaufen ist.«

Franz Weis, Comgest

kamen zunächst Asien und die Schwellenländer hinzu, irgendwann auch die USA und schließlich Japan. Im Grunde also gar nichts Außergewöhnliches. Aber es gibt zwei Aspekte, durch die wir uns aus meiner Sicht tatsächlich von vielen Mitbewerbern unterscheiden. Zum einen haben wir es als einer der wenigen internationalen Asset Manager geschafft, mit Comgest Nippon eine eigene Fondsgesellschaft in Japan zu etablieren mit einer Reihe von Fonds, die auch tatsächlich eigenständig vor Ort gemanagt werden. Das ist bis heute nur einer Handvoll ausländischer Manager gelungen.

Und Ihr zweiter Punkt?

Dolff: Der betrifft unseren Ansatz einer sogenannten „Broad Partnership“. Im Unterschied zu vielen anderen Asset Managern, bei denen vielleicht die Gründerfamilie oder allenfalls das alteingesessene Management Anteile an der Firma besitzen, sind es bei Comgest von rund 220 Mitarbeitenden heute 180, die echte Miteigentümer an der Gesellschaft sind, sprich Teilhaber mit Stimmrechten und allen sonstigen Rechten und Pflichten. Das ist keine Marketingfloskel, zum Beispiel haben auch langjährige Office Manager Anteile und bestimmen mit, nicht nur die Fondsmanager. Das erzeugt wirklich einen ganz eigenen Spirit.

Franz Weis: Es gibt noch einen dritten Aspekt, den es zu erwähnen lohnt, weil er uns generell von anderen Anbietern absetzt. Das ist die bewusste und über vier Jahrzehnte durchgängig verfolgte Konzentration auf eine Investmentphilosophie, die im Allgemeinen als „Quality Growth“ bezeichnet wird. Gemeint ist das Investment in Unternehmen, die ein qualitativ hochwertiges Wachstum aufweisen. Und wir setzen das eben ausschließlich über Aktienfonds oder aktienbasierte Strategien um, ob in Regionen, Ländern oder Themen, die wir abdecken. Daraus dürfen Sie gern schließen, dass wir nie der Ver-

»Im Unterschied zu vielen Asset Managern, bei denen die Gründerfamilie oder allenfalls das alteingesessene Management Anteile an der Firma besitzen, sind es bei Comgest von rund 220 Mitarbeitenden heute 180, die echte Miteigentümer an der Gesellschaft sind.«

Jan-Peter Dolff,
Comgest



suchung erlegen sind, auf Anleihenfonds oder Multi-Asset-Mandate auszuweichen in Phasen, in denen es – vorsichtig formuliert – an den Aktienmärkten vielleicht einmal nicht ganz so positiv gelaufen ist. Diese Philosophie, dieser Anlagegrundsatz zieht sich wie ein roter Faden durch unsere Firmengeschichte und wurde bis heute nie infrage gestellt oder verändert.

Aber seien wir ehrlich: Der Begriff „Qualität“ wird in der Fondsbranche und gerade bei Aktieninvestments schon inflationär benutzt. Da müssten Sie schon ein wenig erläutern, was Sie konkret darunter verstehen.

Weis: Ich gebe Ihnen vollkommen recht, das Wort „Qualität“ ist inzwischen schon geradezu abgenutzt. Für uns steht Qualität für die Vorhersehbarkeit des Gewinnwachstums eines Unternehmens, und zwar basierend auf robusten Geschäftsmodellen, möglichst weitgehend durch entsprechende Burggräben geschützten Produkten und vor allem stabilen Marktstrukturen. Wesentlich dabei ist: Wir verfolgen einen extrem langfristigen Anlage-

horizont, fünf Jahre sind für uns das absolute Minimum.

Aber auch bei Ihnen wird doch die Bewertung einer Aktie eine wichtige Rolle spielen.

Weis: Natürlich. Aber kurzfristige Volatilität und schnelle Ausschläge an den Märkten sind für uns keine entscheidenden Kriterien. Wer nur auf die kurzfristige Bewertung achtet, trifft oft die falschen Entscheidungen. Manche Fondsmanager, die für sich einen Quality-Growth-Ansatz in Anspruch nehmen, sind viel zu schnell bereit, Kompromisse einzugehen, sobald die Bewertungen in bestimmten Sektoren einmal weniger stimmig erscheinen. Und ehe sie sich versahen, ist ihr Fonds zu einer Art opportunistischem Portfolio geworden, das mit echtem Qualitätswachstum nicht mehr viel zu tun hat. Viel wichtiger ist uns daher, wie sicher und nachvollziehbar ein Unternehmen sich wirtschaftlich entwickelt. Uns geht es immer darum, Unternehmen zu identifizieren, bei denen Substanz, Management und Perspektiven wirklich stimmen. Deshalb halten wir an unserem

Ansatz auch dann fest, wenn echte Qualität aus welchen Gründen auch immer einmal weniger populär ist.

Wie sieht das in Bezug auf konkrete Branchen aus? Nehmen wir das derzeit viel diskutierte Thema Waffen.

Dolff: Wir hatten bis vor Kurzem tatsächlich ein Exklusionskriterium für Unternehmen aus dem Verteidigungsbereich, weil es wichtige Kundengruppen verlangt haben. Deshalb haben wir dieses Kriterium dann widerwillig übernommen, obwohl uns die selektive Auswahl von Einzelwerten grundsätzlich lieber ist als pauschale Ausschlüsse ganzer Sektoren. Schließlich bestehen unsere Fonds durchschnittlich aus nur rund 35 Unternehmen, die wir einzeln sehr genau prüfen. Praktisch hatte das allerdings so gut wie keine Auswirkungen, weil für unseren Ansatz ohnehin nur sehr wenige Unternehmen aus dieser Branche in Frage kommen. Vor Kurzem haben wir die, zugegeben, nicht ganz leichte Entscheidung getroffen, dieses Kriterium aufzuheben, und schauen



uns – auch angesichts der geopolitischen Situation – Rüstungsunternehmen wieder an. Aber wirklich nur dann, wenn sie in unser sehr selektives Raster passen.

Geben Sie uns ein Beispiel?

Weis: Eine Aktie wie MTU war zeitweise im Portfolio, wenn auch nur mit einem relativ geringen Anteil am Fondsvermögen. Die Erlöse aus dem Militärgeschäft des Unternehmens liegen bei unter zehn Prozent und stammen vornehmlich aus Triebwerken für Hubschrauber und den Eurofighter. Auch die Erlöse aus der MTU-Beteiligung an der saudi-arabischen Middle East Propulsion Company, einem auf Entwicklung, Fertigung und Instandhaltung militärischer Flugtriebwerke fokussierten Anbieter, waren nur marginal. Und die eigentlichen Qualitätsprobleme, die zum Verkauf geführt haben, lagen am Ende gar nicht bei MTU selbst, sondern beim Joint-Venture-Partner Pratt & Whitney. Aber durch die Mitverantwortung im Joint Venture war auch MTU von den finanziellen Folgen der Qualitätsprobleme des JV-Partners betroffen, und wir haben daher konsequent verkauft.

»Am spannendsten finde ich, wenn man es schafft, ein echtes Wachstumsunternehmen zum Value-Preis zu erwerben, dann profitiert man gleich doppelt.«

Franz Weis, Comgest

Dolff: Das ist aus meiner Sicht ein gutes Beispiel dafür, dass sich an unseren grundsätzlichen Prinzipien seit mehr als 15 Jahren im Grunde nichts geändert hat, weder bei unserem Anlagestil noch in Bezug auf unsere Nachhaltigkeitskriterien. Wenn wir Anpassungen vorgenommen haben – etwa das kurzzeitige Exkludieren von Rüstung –, dann nur, wenn es für unsere Investmentpraxis keine Konsequenzen

KURZ-VITA: Franz Weis

Franz Weis kam im Jahr 2005 zu Comgest, nachdem er fast zehn Jahre für F&C Asset Management und fünf Jahre für Baillie Gifford gearbeitet hatte. Ursprünglich als Fondsmanager eingestiegen, übernahm er Anfang 2023 die Leitung des europäischen Research sowie die Funktion des Chief Investment Officers.

hatte. Grundsätzlich stellen wir uns in jedem Fall die Frage: Wie werden die Produkte eines Unternehmens tatsächlich eingesetzt? Wo entstehen mögliche Reputationsrisiken, und wie können wir sie steuern? Das sind wesentliche Grundfragen. Aber dann sprechen wir auch von echtem ESG, das aus Überzeugung und nicht aus Marketinggründen betrieben wird.

Lassen Sie uns kurz auf Ihre Grundstrategie zurückkommen: Die scheinbar ewig währende Debatte „Value versus Growth“ spielt für Sie offensichtlich keine große Rolle.

Weis: Wir nehmen das wahr, eine wirklich entscheidende Rolle spielt das für uns nicht, im Gegenteil: Wir halten solchen Diskussionen gern entgegen, dass wir durchaus „Value“ in langfristigem „Growth“ sehen. Aber der Markt insgesamt ist durchaus kurzfristig orientiert und unterschätzt oft die Nachhaltigkeit und Langlebigkeit echten Wachstums. Das führt dazu, dass unsere Qualitätswachstumsunternehmen im Vergleich zum Durchschnitt manchmal teuer wirken. Aber sie schaffen Wert durch langfristige, stetige Gewinnsteigerungen. In einem als „günstig“ geltenden Value-Sektor finden sich in Wahrheit oft Unternehmen mit nur schwachem Cashflow, geringer Rentabilität, hoher Verschuldung oder zyklischen Geschäftsmodellen, die keinen echten inneren Wachstumstrend aufweisen. Am spannendsten finde ich, wenn man es schafft, ein echtes Wachstumsunternehmen zum Value-Preis zu erwerben, dann profitiert man gleich doppelt.

Interpretiere ich richtig, dass Dividenden keine besonders große Relevanz für Ihren Ansatz haben?

Dolff: Zumindest steht für uns die Dividendenrendite nicht im Vordergrund. Wer viel ausschüttet, ist oft zyklisch unterwegs und schüttet aus, bevor es dann mit den Ergebnissen bergab geht. Wirklich nachhaltiges Wachstum entsteht vor allem



**Wir denken aus Überzeugung anders.
Und handeln mit klarem Fokus.
Seit 1985.**

Als unabhängige Fondsboutique in 100-prozentigem Besitz von Mitarbeitenden und Gründern investieren wir selektiv, langfristig und verantwortungsbewusst – im Einklang mit den Interessen unserer Kunden.

Wir richten den Blick auf das Wesentliche und folgen seit jeher einem Stil: Qualitätswachstum.

A large, stylized graphic of a hand holding a magnifying glass. The hand is positioned on the right side of the image, with the index finger pointing towards the center. The magnifying glass is a large white circle with a thick white border, and the text "THE QUALITY GROWTH INVESTOR" is centered within it. The background is a dark teal gradient.

**THE QUALITY
GROWTH
INVESTOR**

Erfahren Sie mehr auf comgest.com



durch Reinvestition. Deshalb achten wir sehr genau darauf, dass Unternehmen, in die wir investieren, über ausreichendes Wachstumspotenzial verfügen und dieses auch aktiv nutzen. Auf eine stark verkürzte Formel gebracht: Weniger Dividende, aber mehr Zukunft.

Weniger Freude dürfte Ihnen zuletzt der Blick auf die Mittelflüsse Ihrer Fonds gemacht haben. Bereitet es Ihnen Sorge, dass es da eher düster aussah?

Dolff: Ich glaube, man darf in dieser Frage nicht zu kurzfristig denken. Wenn wir auf die vergangenen zehn Jahre schauen, haben wir uns in den ersten sechs Jahren dieses Zeitraums über erhebliche Zuflüsse gefreut, 2021 hatten wir sogar ein All-Time-High beim insgesamt von uns verwalteten Vermögen erreicht. Während dieser Zeit, insbesondere 2019 bis 2021 haben auch wir von extrem niedrigen Zinsen und einer allgemeinen Wachstumsverliebtheit sehr stark profitiert. Danach begann eine Zeit schneller Abflüsse, was nach unserer Ansicht kein nachhaltiges Bild sein wird und vor allem nicht performancegetrieben war. Allen-

»Wir sind attraktiv unterwegs auf dem Arbeitsmarkt und können neue Teammitglieder ohne große Anstrengungen nach Paris holen.«

Jan-Peter Dolff, Comgest

falls bei unseren Schwellenländerinvestments war die Performance zu lang zu schlecht, und auch das Research wurde nicht so diszipliniert betrieben, wie wir das erwarten. Deshalb haben wir entsprechende Konsequenzen gezogen, Teams verändert, Strukturen vereinfacht und Anreizsysteme überarbeitet.

Darf man daraus schließen, dass Sie keine Angst haben, zwischen den Großen und den ganz Kleinen zerrieben zu werden?

KURZ-VITA: Jan-Peter Dolff

Jan-Peter Dolff ist bereits seit 1997 für Comgest tätig. Als Analyst und Portfoliomanager für US- und europäische Aktien gestartet, übernahm er 2006 die Geschäftsführung von Comgest Deutschland. Seit April 2023 ist er Chief Executive Officer des Gesamtunternehmens.

Dolff: Ja, ganz im Gegenteil: Für eine solide mittelgroße Boutique ergibt sich daraus oft ein Vorteil. Wir sind attraktiv unterwegs auf dem Arbeitsmarkt und können neue Teammitglieder ohne große Mühe nach Paris holen, zumal unser Partnership-Modell anziehend wirkt. Gleichzeitig verlieren wir keine Leute, die wir halten möchten, und für institutionelle Anleger sind wir ein glaubwürdiger Partner. So verfängt am Ende unsere Maxime nach dem Motto: So gut wie möglich sein in dem, was wir machen, und dadurch Mehrwert schaffen. Dann stellt sich die Freude an der Arbeit von allein ein.

Woher nehmen Sie diese Zuversicht?

Weis: Das wirklich Entscheidende ist, dass unsere Unternehmen Qualität liefern. Und das gilt selbst in Rezessionen. Viele Kunden haben verstanden, dass wir einen Fünfjahreshorizont verfolgen und dass es uns nicht um das „schnelle Beta“, sondern um langfristig hohes Alpha geht. Natürlich werden sich immer einige in bestimmten Marktphasen abwenden. Aber wir sind unabhängig genug, um uns treu zu bleiben und Durststrecken zu überstehen. Gerade in schwierigen Börsenzeiten, wie sie uns bevorstehen, zeigt sich, dass unser Ansatz den Test besteht und Kunden langfristig zurückkommen.

Dolff: Die Kunst ist, die richtige Balance zu finden zwischen Treue zur Philosophie und der Fähigkeit zur Selbstkritik. Fondsmanagement ist ein ständiger Lernprozess: Man muss permanent reflektieren, was man verbessern kann. Die Lehren aus Fehlern sind nicht immer kongruent auf neue Situationen übertragbar, aber sie erhöhen das Bewusstsein. Und solange unsere Teams diese Reflexionsfähigkeit verinnerlichen, werden sie langfristig auch immer bessere Fondsmanager.

Vielen Dank für das Gespräch.

HANS HEUSER 