



Michael Barakos

„Das **Maximum** für den Anleger herausholen“

Michael Barakos, Fondsmanager des JPM Europe Strategic Value Fund, im Analysegespräch mit FONDS professionell und Jonathan Miller, Head of Research beim britischen Analysehaus Citywire.

Es ist wirklich kein einfacher Job, den Michael Barakos beim Investmenthaus J.P. Morgan Asset Management übernommen hat. Elf Jahre nach seinem Start beim US-Investmenthaus stieg Barakos im März vergangenen Jahres zum Chief Investment Officer für alle europäischen Aktienstilstrategien von Growth über Dividendenstrategien bis hin zu Value-Investments auf. In dieser Position trägt er auch die Verantwortung für den JPM Europe Strategic Value Fund. Der Fonds, der lange Zeit zu den Verkaufsrennern von J.P. Morgan Asset Management in Deutschland gehörte, hatte aufgrund der starken Rückgänge im Fondspreis in den Jahren 2007 und 2008 mit erheblichen Mittelabflüssen zu kämpfen. Seit dem vergangenen Jahr geht es zwar wieder deutlich aufwärts, doch scheinen das potenzielle Investoren bisher nicht so

recht zu würdigen. Im Analysegespräch mit Jonathan Miller, Head of Research beim britischen Ratinghaus Citywire, gab FONDS professionell dem Fondsmanager Gelegenheit, zu den bisherigen Ergebnissen und den künftigen Aussichten seines Fonds Stellung zu nehmen.

Jonathan Miller (Citywire): **Herr Barakos, als Chief Investment Officer der Behavioral-Finance-Gruppe von J.P. Morgan Asset Management verantworten Sie eine ganze Reihe von Fonds mit unterschiedlichen Anlagestilen wie Value, aber auch Growth, Dividendenstrategien und Core-Investments. Können Sie in einem solchen Umfeld den Value-Bereich überhaupt wirklich „sauber“ managen oder anders gefragt: Sind Sie als Fondsmanager nicht**

permanent der Gefahr eines sogenannten Style Drifts ausgesetzt?

Michael Barakos (J.P. Morgan Asset Management): Wenn ich mich auf die beiden reinen Stilfonds JPM Europe Strategic Value Fund und JPM Europe Strategic Growth Fund beziehe, dann wurden beide ungefähr zur gleichen Zeit im Jahr 2000 aufgelegt. Uns war dabei klar, dass es immer Phasen gibt, in denen Value-Aktien Growth-Werte outperformen und umgekehrt. Gerade deshalb sind die absolute Reinheit des Anlagestils und ein disziplinierter Investmentprozess für Fonds wie den JPM Europe Strategic Value Fund von entscheidender Bedeutung.

Miller: **Welche Konsequenzen hat das für Sie als Fondsmanager des Value-Produkts?**



Analysegespräch in der Londoner Niederlassung von J.P. Morgan Asset Management. Von links nach rechts: Christoph Bergweiler (J.P. Morgan AM), Jonathan Miller (Citywire), Michael Barakos (J.P. Morgan AM), Hans Heuser (FONDS professionell)

gleichsindex MSCI Europe Value Net Index lediglich eine Auswahl von 250 Aktien. Für den Europe Strategic Value Fonds wählen wir dagegen aus einer sehr viel breiteren Basis von rund 2000 Werten aus. Nach einem komplexen Screeningprozess aus quantitativen und qualitativen Kriterien stellen wir daraus ein Portfolio zusammen, das je nach Marktsituation 200 bis 400 Aktien umfasst. Denn das fundamentale Gesetz des aktiven Managements besagt ja unter ande-

Barakos: Man muss sich als Value-Investor immer wieder vor Augen führen, dass das Investment in ein Unternehmen, das zum heutigen Zeitpunkt vielleicht schlechte Ergebniszahlen abliefern, keineswegs eine längerfristig schlechte Anlageentscheidung sein muss. Deutlich wird unser Verständnis von einem guten Fondsmanagement, wenn Sie sich in die Zeit vom Februar 2000 – also kurz vor dem Platzen der New-Economy-Blase – versetzen. Damals galt nahezu jeder Titel, den wir in unserem Value-Fonds hielten, als „Old-Economy-Aktie“. Auch unter den meisten Analysten herrschte damals die gefühlte Überzeugung vor, das jeweils dahinterstehende Unternehmen werde innerhalb der nächsten zwei oder drei Jahre in die Insolvenz gehen müssen. Erfolgreiches Value Management hatte damals wie heute sehr viel mit der Fähigkeit zu tun, dass man als Verantwortlicher in der Lage ist, die eigene Emotion zu überwinden. Anders gesagt: Auch wenn die Nachrichtenlage oder das Sentiment zu einem bestimmten Unternehmen zu einem gewissen Zeitpunkt vielleicht extrem negativ sind, muss man sich stets fragen: Ist das Unternehmen möglicherweise mehr wert, als es der aktuelle Kurs reflektiert?

Miller: Was charakterisiert Ihren Investmentprozess?

Barakos: Grundsätzlich gehen wir davon aus, dass – zunächst einmal unabhängig davon, ob wir von einem Value-, Growth- oder Core-Investment sprechen – preiswerte Aktien, die einen positiven Newsflow aufweisen, solche Werte outperformen, die nur

langsam bei negativer Nachrichtenlage wachsen. Zudem lassen sich sowohl bei Value- als auch bei Growth-Werten spezifische Anomalien beobachten. Innerhalb des jeweiligen Anlagestils versuchen wir diese Anomalien entsprechend auszunutzen, um dadurch auf mittlere bis längere Sicht eine Mehrrendite für unsere Anleger zu erzielen. Anhand historischer Daten lässt sich sehr schnell nachweisen, dass eine solche Mehrrendite durchaus zu erzielen ist. Allerdings wird es immer bestimmte Phasen geben, in denen es deutliche Rückschläge gibt. Auf die Value-Strategie bezogen waren beispiels-

„Das Investment in ein Unternehmen, das zum heutigen Zeitpunkt vielleicht schlechte Ergebniszahlen abliefern, muss keineswegs eine längerfristig schlechte Anlageentscheidung sein.“

**Michael Barakos,
JPM Europe Strategic Value**

weise die Jahre 2007 und 2008 solche Phasen mit zum Teil enormen Rückschlägen, die sich auch im JPM Europe Strategic Value Fund entsprechend bemerkbar gemacht haben. Wichtig ist zudem: Die Gesamtbasis der für einen bestimmten Stil geeigneten Aktien wie auch die Diversifikation über konkrete Investments müssen ausreichend breit sein.

Hans Heuser (FONDS professionell): Was meinen Sie damit konkret?

Barakos: Was die Gesamtbasis der in Frage kommenden Werte angeht, bietet unser Ver-

bleiben, dass die Anzahl der unabhängigen Entscheidungen möglichst hoch sein sollte. So lässt sich das Verhältnis des Zusatzertags zum Zusatzrisiko verbessern. Dies reflektiert sich in der großen Anzahl von Einzelpositionen.

Miller: Dennoch spielt doch die Gewichtung einer bestimmten Aktie innerhalb der Benchmark eine gewisse Rolle für Sie als Fondsmanager?

Barakos: Keineswegs! Nehmen Sie zum Beispiel eine Aktie wie HSBC, die immerhin mit fünf Prozent ein Schwergewicht im Vergleichsindex stellt. Die Bewertungsparameter des Unternehmens sahen im Grunde recht ordentlich aus, dennoch haben wir nicht investiert, weil wir davon ausgegangen sind, dass die Aktie aus einem guten Grund günstig bewertet war. Dann gab uns eine Gewinnwarnung nach der anderen insofern recht, als es sich um eine wahre Value-Falle gehandelt hatte.

Miller: Welche Branchen und Einzelwerte erscheinen Ihnen denn aktuell besonders attraktiv für den JPM Europe Strategic Value Fund?

Barakos: Der Bereich der Pharmawerte beispielsweise war über viele Jahre hinweg extrem teuer bewertet. Erst mit der vor etwa einem Jahr einsetzenden Neubewertung dieses Sektors erreichen die entsprechenden Aktien seit Kurzem wieder ein aus unserer Sicht attraktives Niveau. Bisher sind wir in diesem Sektor, der sich durch seine Entwicklung im vergangenen Jahr ebenfalls eher als



Michael Barakos: „Die jetzt begonnene Value-Rally wird noch Jahre anhalten und für weitere 40 oder 50 Prozent Performance sorgen.“

Value-Falle erwiesen hat, noch deutlich untergewichtet. Aber vor dem Hintergrund der kürzlich veröffentlichten Ergebniszahlen von Unternehmen wie AstraZeneca, Roche oder GlaxoSmithKline erscheinen uns solche Werte auf dem heutigen Niveau durchaus wieder attraktiv. Das gilt ähnlich auch für Telekom-Aktien und Versorgerwerte, Letzteres ein Sektor, den wir über drei oder vier Jahre nicht im Fonds gehalten haben.

Heuser: Sie gehen davon aus, dass die Entwicklung der Value-Werte im vergangenen Jahr so etwas wie ein „Neustart“ dieses Marktsegments mit einer entsprechend deutlich besseren Performance gewesen ist. Dann kann es doch Ihnen als Fondsmanager nicht ausreichen, wenn der JPM Europe Strategic Value Fund eine Outperformance von lediglich 2,4 Prozentpunkten gegenüber seiner Benchmark MSCI Europe Value Net Index erzielt hat?

Barakos: Dazu muss man sagen, dass eine absolute Performance von plus 36,6 Prozent zunächst einmal eine sehr erfreuliche Bilanz für das Gesamtjahr 2009 darstellt, auch im Vergleich zum Wettbewerb. Dennoch bin ich natürlich nicht zufrieden mit der Outperformance gegenüber der Value-Benchmark, gerade weil der Value-Bereich im vergangenen

Jahr einen echten „Restart“ gezeigt hat.

Miller: Woran hat es denn gehapert?

Barakos: Es war vor allem unsere Untergewichtung im Bankensektor, die sich im Nachhinein als Enttäuschung herausgestellt hat. Typischerweise hat der Banksektor in einer Value-Benchmark ein sehr hohes Gewicht, so dass es in der Finanzkrise 2008 richtig war, bei Bankaktien deutlich zurückhaltend zu agieren. Aber wir haben auch 2009 – abgesehen von einer Handvoll ausgewählter Finanzwerte – eine Untergewichtung von zirka sechs oder sieben Prozent im Bankensektor beibehalten. Das hat

uns einiges an Alpha gekostet. Wären wir in diesem Sektor lediglich neutral gewichtet gewesen, dann hätten wir die Benchmark um fünf Prozentpunkte schlagen können, bei einer Übergewichtung hätte der Unterschied sogar bis zu zehn Prozentpunkte betragen können. Dennoch sollte man dabei nicht

„Es wird auch künftig immer wieder Phasen geben, in denen Value-Aktien die Growth-Werte outperformen und umgekehrt.“

**Michael Barakos,
JPM Europe Strategic Value**

vergessen, dass unsere Outperformance gegenüber der Benchmark immerhin ausgereicht hat, um den Fonds im Topquartil seiner Vergleichsgruppe zu platzieren.

Miller: Aus der Perspektive eines Investors setzt die jüngere Entwicklung mit starken Auf und Abs in der Fondspreisentwicklung, aber auch Ihre Aussagen zur generellen zeitlichen Komponente eines Value-Zyklus aber doch gleichzeitig voraus, dass der Anleger möglichst lange im Fonds investiert bleibt?

Barakos: Im Prinzip sollte man ein Investment in einen Fonds wie den JPM Europe Strategic Fund ohnehin als Buy-and-hold-Investment betrachten. Die Erfahrung zeigt, dass es generell keinen Sinn macht, über das Timing von Investmentfonds zu versuchen, Alpha für sein eigenes Depot zu generieren. Es gibt Untersuchungen, die belegen, dass der Buy-and-hold-Anleger mit einer guten Value-Strategie in den vergangenen 85 Jahren eine durchschnittliche Rendite von sieben bis acht Prozent erzielt hat. Mit perfektem Timing wären vielleicht elf oder zwölf Prozent möglich gewesen, nur schaffen das eben die wenigsten Anleger. Die Realität sieht eher so aus, dass Investoren beispielsweise in einer im Rückblick extrem ungünstigen Phase wie Ende Mai 2007 statt zu einem Zeitpunkt wie im März vergangenen Jahres in Aktien investieren. Dieser „menschliche Faktor“, der in den Arbeiten zur Behavioral Finance hinlänglich beschrieben wurde, führt dazu, dass Anleger sich am Ende mit einem Durchschnittsplus von drei oder vier Prozent zufrieden geben müssen. Den Fonds aktuell zu verkaufen, würde daher keinen Sinn machen.

Heuser: Wie meinen Sie das?

Barakos: Wie gesagt, ich bin davon überzeugt, dass wir erst den Anfang eines neuen und starken Aufwärtszyklus bei den Value-Werten sehen. Zudem waren die Kursrückschläge, die wir in den Jahren 2007 und 2008 beobachten mussten, so enorm, dass die Gegenbewegung in einer Value-Rally, wie sie im vergangenen Jahr eingesetzt hat, sehr viel stärker sein wird als im Durchschnitt der vergangenen 40 Jahre. Und diese Phase sollte nach meiner Erwartung noch einige Jahre anhalten. Ich kann natürlich die Haltung von Anlegern verstehen, die jetzt zweifeln, ob sie nach dem starken Anstieg im vergangenen Jahr jetzt noch einsteigen sollen. Natürlich wäre es besser gewesen, schon vor zwölf Monaten investiert gewesen zu sein. Aber verpasst hat man aus heutiger Sicht vielleicht die ersten 20 Prozent. Doch diese Value-Rally wird, eines Erachtens noch einige Jahre anhalten und weitere 40 oder 50 Prozent an Performance einbringen.

Heuser: Dann muss der Investor Ihrer Ansicht nach mit einer deutlich höheren Volatilität, wie sie der JPM Europe Strategic Value Fund aufweist, einfach leben?

Barakos: Im Endeffekt ja. Zugegeben, der Fonds wies sowohl in Aufwärts- als auch in Abwärtsphasen wie in den Jahren 2007 und 2008 nicht nur im Vergleich zum Gesamtmarkt, sondern auch zu Produkten des Wettbewerbs eine höhere Volatilität auf. Dabei sollte man allerdings berücksichtigen, dass man unsere Arbeit eher als „extremen Value-Ansatz“ bezeichnen muss. Es geht uns weniger darum, eine möglichst schwankungsarme Anlage anzubieten, wir streben vielmehr danach, aus einer Strategie das Maximum herauszuholen, das möglich ist. Daher müssen Investoren damit rechnen, dass sie auch in Zukunft während Phasen, in denen Value-Werte erheblich unter Druck geraten – und auch diese wird es irgendwann wieder geben –, Geduld mitbringen sollten. Denn langfristig übertreffen Value-Aktien den breiten Markt in 60 Prozent der Zeit. Was die aktuelle Situation angeht, befinden wir uns eben wieder in einer für Value-Werte extrem günstigen Phase, das hat nicht nur die Entwicklung im vergangenen wie auch im laufenden Jahr deutlich gezeigt, auch aktuelle Bewertungskennziffern wie das Kurs-Gewinn- oder das Kurs-Buchwert-Verhältnis liegen im Schnitt deutlich unter den langjährigen Durchschnittszahlen. Selbst ein zyklusbereinigtes KGV nach Robert Shiller



Michael Barakos: „Es handelt sich aktuell um eine ausnehmend positive Value-Phase, wie man sie erst ein halbes Dutzend Mal in den vergangenen 85 Jahren erlebt hat.“

liegt um deutlich mehr als 40 Prozent unterhalb des langfristigen Mittelwertes. Nach

„Die Erfahrung zeigt, dass es generell sinnlos ist, über das Timing von Investmentfonds zu versuchen, Alpha für sein eigenes Depot zu generieren.“

**Michael Barakos,
JPM Europe Strategic Value**

meiner Erwartung handelt es sich derzeit sogar um eine ausnehmend positive Value-Phase, wie man sie als Investor vielleicht erst ein halbes Dutzend Mal innerhalb der ver-

gangenen 85 Jahren erleben konnte.

Miller: **Die Anleger sehen das offenbar noch nicht so. Zumindest scheinen die starken Mittelabflüsse aus dem Fonds noch nicht gestoppt zu sein.**

Barakos: Es ist richtig, dass es bei diesem Fonds erhebliche Mittelabflüsse gegeben hat. Konkret lagen die verwalteten Assets in der Spitze bei 10 Milliarden Euro Anfang 2007. Danach kam es im Zuge der Finanzkrise zu erheblichen Ab-

flüssen. Zusätzlich war die reine Marktbewegung für einen deutlichen Rückgang des Fondsvolumens verantwortlich. Nun allerdings scheint sich die Situation seit Beginn dieses Jahres bei einem Volumen von aktuell 1,6 Milliarden Euro zu stabilisieren. Zuversichtlich stimmt uns die Situation beim Schwesterfonds JPM Europe Strategic Dividend Fund, in dem wir bereits wieder deutliche Mittelzuflüsse verzeichnen. Deshalb gehen wir davon aus, dass es nur eine Frage der Zeit sein wird, bis die guten Ergebnisse des Value-Fonds zu mehr Aufmerksamkeit in den Medien und bei den Anlegern führen und ihm wieder mehr Anlagemittel zufließen werden.

Heuser: **Danke für das Gespräch.**

Analystenurteil: JPM Europe Strategic Value Fund

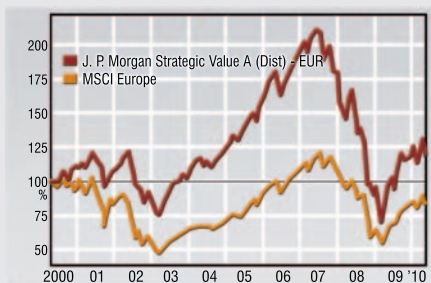
Value als Anlagestil war während der Finanzkrise aus der Mode gekommen, nicht zuletzt weil dieser Ansatz zum Teil deutlich stärkere Kursverluste zu verzeichnen hatte als der Gesamtmarkt. In Michael Barakos' Worten: „Der Value-Stil wurde dahingerafft.“ Auch der von ihm gemanagte JPM Europe Strategic Value Fund musste ordentlich Federn lassen und verlor – von der Spitze bis zum Tiefpunkt gemessen – fast 65 Prozent seines Wertes. Was Barakos' Stiltreue anbetrifft, muss man anerkennend feststellen, dass der Fondsmanager – auf der Basis einer Return-basierten Stilanalyse nach MPI – ein wahrer Value-Investor ist. Seiner eigentlichen Aufgabenstellung jedenfalls bleibt Barakos treu, auch wenn sein Gesamtportfolio im Jahr 2008 sich zeitweise mehr in Richtung einer Mid-Cap-Core-Strategie bewegt hat. Die langfristige Analyse der Vergangenheitsergebnisse des Fonds belegt, dass er seit seiner Auflage im Jahr 2000 bis Ende 2006 Jahr für Jahr eine ausgeprägte Outperformance produziert hat. Extrem widrige Marktbedingungen haben allerdings auch dem JPM

Europe Strategic Value Fund zugesetzt, und jene Anleger, die bereits vor fünf Jahren investiert waren, finden sich heute in einem negativen Bereich wieder, was ihr Anlageergebnis angeht. Seit der Aktienmarkt im März 2009 einen Boden gefunden hat, ist der Fondspreis um knapp 60 Prozent gestiegen, nahezu paral-

lel zur Entwicklung des MSCI Europe Value Index. Angesichts des enormen Rückgangs im Fondspreis während der Finanzkrise hätte man eigentlich einen deutlich über der Benchmark liegenden Anstieg erwarten dürfen. Der Fondsmanager räumt dazu ein, er habe ein Mehr an Performance verpasst, weil er nicht zur richtigen Zeit wieder in Banken investiert habe.

Was dürfen Investoren nun für die künftige Entwicklung des Fonds erwarten? Studien des Brandes Institute in San Diego haben in einer Langfristanalyse für den US-Aktienmarkt seit 1924 – eine Phase, in der es zu 15 Rezessionen inklusive der Großen Depression gekommen ist – festgestellt, dass es während der auf eine Rezession folgenden Fünf- und Zehnjahresperioden zu einer Outperformance der Value-Aktien gegenüber den, wie die Brandes-Leute es nennen, „Glamour“-Aktien gekommen ist. Auch wenn solche Vergangenheitsdaten kein Beleg für künftige Gewinne sind: Barakos' ausgeprägte Stiltreue könnte für eine beständige Outperformance seines Fonds sorgen.

JPM Europe Strategic Value Fund



ISIN: LU0210531983
 Agio: 5 %
 Verwaltungsgebühr: 1,5 % p. a.