

# «Invest in Style»: Neue Stil-Aktienmandate für Privatkunden



**Der Wunsch anspruchsvoller Privatanleger nach grösserer Produktvielfalt und professionellen Dienstleistungen in der Vermögensverwaltung nimmt sukzessive zu. Die Anforderungen von vermögenden Privatkunden und institutionellen Anlegern werden immer ähnlicher. Diesem Trend entspricht die Bank Julius Bär mit der Lancierung von Stil-Aktienmandaten im Privatkundengeschäft.**

*Von Markus Gonseth*

*Direktor und Leiter Private Banking  
Investments Bank Julius Bär*

## **Anlagechancen durch Marktunvollkommenheiten**

Begriffe wie Risiko, Ertrag und Diversifikation sind aus der zeitgemässen Vermögensverwaltung nicht mehr wegzudenken. Durch eine entsprechende Strukturierung der Anlagen, verbunden mit einem professionellen Anlageentscheidungsprozess, können individuelle Risikopräferenzen und Ertragsziele in konkrete Depots umgesetzt werden.

Die Effizienz der Märkte bei der langfristig korrekten Bewertung von Finanzanlagen gilt als unbestritten. Andererseits ist jedem Kapitalanleger die Tatsache bewusst, dass insbesondere die Aktienmärkte durch zyklische Bewegungen und temporäre Bewertungsverzerrungen gekennzeichnet sind. Die Interpretation von Markt- und Unternehmensinformationen erfolgt nicht auf der Basis identischer Erwartungen. Und das Verhalten der Marktteilnehmer ist selten absolut rational, sondern unterliegt auch psychologischen Verhaltensmustern – dem sogenannten «Herdentrieb» – und führt zu entsprechenden Abweichungen vom als fair beurteilten Bewertungsniveau.

Um diese Marktunvollkommenheiten nicht einfach hinzunehmen, sondern unter Performance-Gesichtspunkten zielgerichtet auszunutzen, wurden in der Vermögensverwaltung bestimmte Formen der Titelselektion bzw. Anlagestile entwickelt. Die bekanntesten und verbreitetsten Anlagestile sind «Value», «Growth» und «Sector Rotation». Allen Methoden ist gemeinsam, dass für eine erfolgreiche Umsetzung umfangreiche Research-Kapazitäten, eine ausgeprägte Nähe zu den Märkten und ausgereifte Bewertungsverfahren erforderlich sind. Dies hatte zur Folge, dass Vermögensverwaltung nach Anlagestilen lange Zeit institutionellen Investoren vorbehalten war.

## **Drei Stil-Mandate von Julius Bär**

Die elementaren Verfahren, die den einzelnen Anlagestilen zugrunde liegen, sind bei Julius Bär von spezialisierten Teams zu detaillierten, mehrstufigen Entscheidungsprozessen weiterentwickelt worden. Diese umfassen die Beurteilung gesamtwirtschaftlicher Entwicklungen auf Länder- und Sektorebene, die betriebswirtschaftli-

che Analyse von Unternehmen nach quantitativen und qualitativen Aspekten sowie die Beurteilung einzelner Märkte, Sektoren und Aktien nach absoluten und relativen Bewertungsmethoden.

Die vielfältigen sachlichen Abhängigkeiten erfordern einen simultanen und kontinuierlichen Einsatz der einzelnen Disziplinen. Diese werden ergänzt durch statistische Methoden zur Erfassung von Sektor- und Markttrends, sich abzeichnende Veränderungen in der Erwartungshaltung der Marktteilnehmer sowie die Ermittlung saisonal bedingter Verhaltensmuster.

Fazit: «Invest in Style» steht für den Aufbau, die Strukturierung und die permanente Betreuung von Aktienmandaten nach einem Anlagestil.

## **Wechselnde Attraktivität von «Growth» und «Value»**

Die einzelnen Anlagestile repräsentieren anerkannte und in sich konsistente Auswahlverfahren. An den Märkten lässt sich eine im Zeitablauf wechselnde Präferenz für «Growth»- und «Value»-Aktien feststellen, was die grafische Darstellung deutlich zum Ausdruck bringt (s. Grafik «Wechselnde Vorlieben»).

Die im globalen Aktienindex MSCI World enthaltenen Titel wurden nach dem Kurs/Buchwert-Verhältnis unterteilt, was den Index, gemessen an der Kapitalisierung, in etwa gleich grosse Hälften teilt. Durch die Darstellung der relativen Kursentwicklung der beiden Gruppen können in sich abgeschlossene Zyklen und einzelne aussagekräftige Phasen unterschieden werden. In den schattierten Abschnitten war die Performance der «Growth»-Werte besser als die der «Value»-Titel, in den anderen Perioden ist die Relation umgekehrt.

Von diesen Erkenntnissen abgeleitet liegt der Schluss nahe, dass der ein-

träglichste Anlagestil in einer «Sector Rotation», einem optimalen Wechseln zwischen den beiden Sektoren, bestanden hätte. Wird der Kursverlauf des Vergleichsindex MSCI World in die Betrachtung einbezogen, zeigt sich, dass von der Kursentwicklung des Gesamtmarktes nicht direkt auf den jeweils favorisierten Anlagestil geschlossen werden kann. Mit anderen Worten: Eine Vorliebe für «Value» entsteht nicht automatisch in schwachen Märkten, und eine Hausse ist nicht nur auf «Growth»-Aktien beschränkt. Ebenso besteht kein enger Zusammenhang zwischen Wirtschaftswachstum und den Value-Growth-Zyklen. Der Erfolg eines Anlagestils hängt somit zur Hauptsache ab von der fundierten Evaluation der zum jeweiligen Zeitpunkt relevanten Faktoren und einer professionellen Auswertung in detaillierten, auf den jeweiligen Stil ausgerichteten Selektionsprozessen.

Die alternierende Abfolge von Perioden mit überdurchschnittlicher Wertentwicklung des einen oder anderen Anlagestils sowie die in den einzelnen Zeitabschnitten zu beobachtende Volatilität der relativen Kursentwicklung beider Stile unterstreichen, dass mit aktiv verwalteten Stilmandaten ein überdurchschnittlicher Gesamtertrag erzielt werden kann. Die unweigerlich damit verbundene Abweichung der Depotstruktur vom Vergleichsindex bedingt allerdings, dass sich der Anleger mit den spezifischen Charakteristiken des jeweiligen Mandats identifizieren kann.

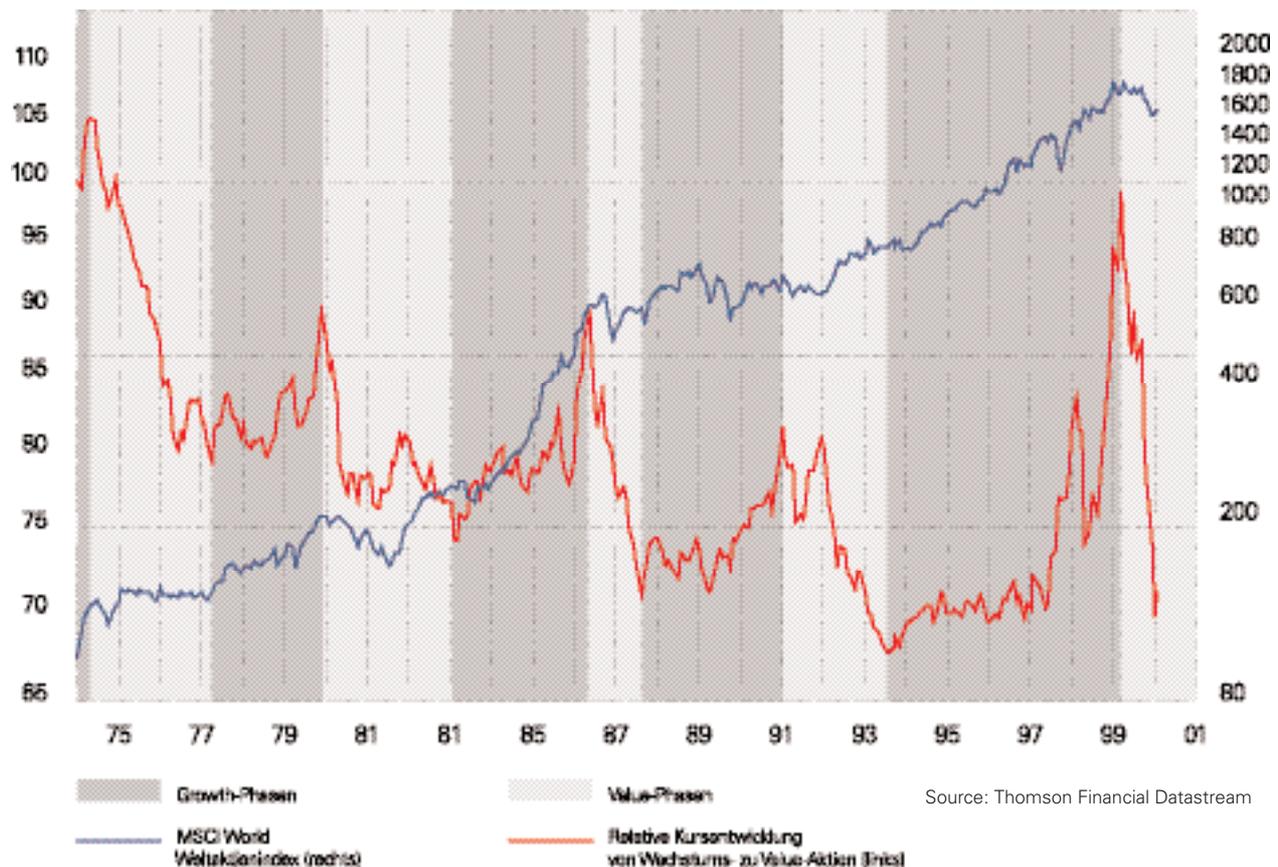
#### Julius Bär Aktienmandat «Special Value»

Die Investitionstätigkeit in diesem Mandat konzentriert sich auf Titel führender Unternehmen, die nach einem starken Kursrückgang oder längerer Vernachlässigung durch den Markt

fundamental unterbewertet sind, aber über intakte operative Wachstumsaussichten und eine solide Finanzbasis verfügen. Bei einem antizyklischen Verhalten bieten sich überdurchschnittliche Kurschancen. Andererseits werden konsequent Unternehmen gemieden, die zwar optisch tief bewertet erscheinen, aber kein Potential für eine fundamentale Verbesserung und damit Kurssteigerungen aufweisen.

Das Anlageuniversum umfasst grosse und mittelgrosse Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von über einer Milliarde US-Dollar. Das aktuelle Kursniveau liegt 30 bis 70% unter dem Höchststand. Um die Unterbewertung zu messen, wird ein Mehrfaktorenmodell verwendet. Liegt die Bewertung deutlich unter dem Sektor- oder Marktdurchschnitt, wird das Unternehmen einer weiteren eingehenden fundamentalen Prüfung unterzogen. Nebst einer guten finanziellen

## Wechselnde Vorlieben für unterschiedliche Aktienqualitäten



An den Aktienmärkten lässt sich eine wechselnde Präferenz für «Growth»- und «Value»-Aktien feststellen. Mit aktiv verwalteten Stilmandaten lässt sich deshalb langfristig ein überdurchschnittlicher Gesamtertrag erzielen.

Verfassung muss erkennbar sein, dass die Ertragskraft in den folgenden Perioden wieder gesteigert werden kann. Analyseaufgaben sind Umsatz-, Kosten- und Margenentwicklung sowie qualitative Kriterien wie Produktzyklus, Marktstellung oder Qualität des Managements.

Anlagen im Aktienmandat «Special Value» werden erst getätigt, wenn die Kombination von Unterbewertung und fundamentalen Wachstumsaussichten eine baldige Erholung des Aktienkurses von mindestens der Hälfte des zuvor eingetretenen Rückschlags erwarten lässt. Das Ziel des umfassenden Auswahlprozesses ist also die Trennung der echten von den nicht realistischen Anlagechancen, der temporären von den dauernden Verlierern.

#### **Julius Bär Aktienmandat «Growth Explorer»**

Bei diesem Aktienmandat liegt das Schwergewicht der Investitionen auf Branchen und Unternehmen, deren Geschäftsaktivitäten längerfristig ein im Vergleich zur Gesamtwirtschaft deutlich höheres Umsatz- und Gewinnwachstum erkennen lassen.

Die Bedeutung der einzelnen Sektoren in entwickelten Volkswirtschaften hat sich in den letzten Dekaden massiv verschoben. Der Anteil der Dienstleistungsindustrie ist stark gestiegen und umfasst eine breite Palette von Arbeitsgebieten und Bereichen. Die verarbeitende Industrie hat an Gewicht verloren, obwohl der Hochtechnologieanteil deutlich zugenommen hat. An den internationalen Aktienmärkten sind parallel dazu neue und stark wachsende Sektoren und Gesellschaften entstanden.

Die Analyse für die konkrete Aktienselektion findet auf zwei Ebenen statt. Aus einer gesamtwirtschaftlichen Perspektive werden grundsätzliche und nachhaltige Entwicklungen – sogenannte Megatrends – ermittelt. Die davon positiv beeinflussten Sektoren stehen im Mittelpunkt des Interesses. Innerhalb der identifizierten Wirtschaftsbereiche werden die Unternehmen bestimmt, die aufgrund ihrer Innovationskraft und Produktpalette

eine Marktführerschaft besitzen oder erlangen können. Investiert wird nur in Aktien von Unternehmen, die langfristig ein jährliches Gewinnwachstum von mehr als 15% erarbeiten können.

Die Börsenbewertung der Unternehmen soll das ermittelte Potential möglichst noch nicht widerspiegeln. Die für Wachstumsaktien üblicherweise bezahlten Bewertungsprämien relativ zum Gesamtmarkt oder Sektor müssen durch die fundamentale Qualität und die Perspektiven des Unternehmens gerechtfertigt sein oder sich sogar noch ausweiten können.

#### **Julius Bär Aktienmandat «Sector Rotation»**

Die Verwaltung dieses Mandats basiert auf einer weiterentwickelten Kombination der beiden Anlagestile «Special Value» und «Growth Explorer». Es wird gezielt in Sektoren und Einzeltiteln investiert, die vor einer Neubewertung durch die Märkte stehen. Dank dem Einsatz systematischer Filterverfahren und statistischer Methoden werden sich überlagernde Einflüsse ausgeschieden und fundamental relevante Entwicklungen identifiziert.

Mit einer Kombination von quantitativen und fundamentalen Methoden werden die Aktienmärkte und Sektoren unter dem Blickwinkel analysiert, mit welchen Trends in Zukunft gerechnet werden kann oder welche Faktoren dazu beitragen können, bestehende Trends zu brechen. Die Investitionstätigkeit konzentriert sich somit auf aussichtsreiche Marktbereiche und Aktien, die mittelfristig eine Neubewertung erfahren können, und meidet konsequent Sektoren, die gemäss der Beurteilung überbewertet und rückschlagsgefährdet sind.

Aus der Analysearbeit leitet sich eine Vielzahl quantitativer Indikatoren ab, die Aussagen über die Kursdynamik von Märkten und Sektoren, die Möglichkeit von Gewinnrevisionen oder den Verlauf relativer Bewertungen ermöglichen. Bevor aber Anlageentscheidungen ausgelöst werden, wird die Plausibilität der Erkenntnisse einer intuitiven Kontrolle unterzogen. Diese berücksichtigt Informationen

über globale Mittelflüsse, aktuelle Umfrageergebnisse zur Marktpositionierung institutioneller Investoren oder temporäre Marktanomalien.

#### **Charakteristik und Eignung von Stil-Aktienmandaten**

Die Julius Bär Stil-Mandate sind für Anleger geeignet, die reine Aktiendepots nach spezialisierten Auswahlverfahren aktiv verwaltet haben möchten. Die Mindestanlagesumme beträgt 2,5 Millionen Franken oder den Gegenwert in anderen Währungen. Als Anlageuniversum dienen der Aktienindex MSCI World oder darauf basierende, individuell zusammengestellte Aktienindizes.

Innerhalb der einzelnen Mandate wird darauf geachtet, eine zum Vergleichsindex optimale Zusammensetzung der Anlagen vorzunehmen. Die konsequent angewandten Evaluations- und Selektionsprozesse bringen es aber mit sich, dass die Depotstruktur teilweise stark und über längere Zeit davon abweichen kann. Stil-Aktienmandate bieten daher keine Diversifikation im herkömmlichen Sinne und sollten für eine ausgewogene Streuung des Gesamtvermögens durch weitere individuell strukturierte Anlagen ergänzt werden.

Die systematische Auswahl aussichtsreicher, dem jeweiligen Stil entsprechender Titel macht für alle Mandate einen mehrjährigen Investitionshorizont erforderlich. Dies bedingt grundsätzlich eine höhere Risikobereitschaft des Anlegers. Durch strukturierte Auswahlverfahren, umfassende Fundamentalanalyse und kontinuierliche Überwachung der bestehenden Anlagen werden die Einzelrisiken jedoch möglichst reduziert. Eine ausreichende Kenntnis der einzelnen Mandatscharakteristiken und eine individuelle Beratung sind aber in jedem Fall zu empfehlen.