

Neue Wege in der Verwaltung von Schweizer Aktien

In der jüngeren Vergangenheit haben Investoren im Schweizer Aktienmarkt mit Anlagen in «Relative-Return»-Produkte Geld verloren. Die Anleger sind enttäuscht. Der Ruf nach Produkten mit einem «Absolute-Return-Bias» wird laut. Was sind die Gründe? Wo liegen die Probleme? Gilt es, spezielle Eigenheiten des Schweizer Aktienmarktes zu beachten?



Von Stephan Eckstein
Senior Relationship Manager
Institutions, Schroder & Co Bank AG
Zürich

Die Unzufriedenheit der Anleger mit «Relative-Return»-Strategien in einem fallenden oder sich seitwärts bewegenden schweizerischen Aktienmarkt lässt sich einerseits auf die generellen Charakteristiken einer solchen Strategie,

andererseits aber auch auf die spezifischen Eigenheiten des Schweizer Marktes zurückführen.

Traditionelle Fonds und Relative Return

Traditionelle Fonds zielen darauf ab, einen Referenzindex des Aktienmarktes, ihren Benchmark, zu übertreffen (daher der Ausdruck «Relative Return»). In fallenden Märkten, wenn der Referenzindex eine negative Entwicklung durchläuft, gelingt es jedoch den meisten Fonds jeweils nicht, ihren Benchmark so weit zu übertreffen (wenn überhaupt), dass sie entgegen dem Markttrend eine positive Wertentwicklung erzielen. Im Gegenteil: Die Performance schlägt ins Negative um und die Anleger verlieren Geld.

Problematische Zusammensetzung von SMI und SPI

Aufgrund der speziellen Eigenheiten des schweizerischen Aktienmarktes erweisen sich «Relative-Return»-Anlagestrategien als ungünstig. Als Referenzindizes für Schweizer Aktienprodukte werden am häufigsten der Swiss Market Index (SMI) und der Swiss Performance Index (SPI) als Massstab

verwendet. Das Anbinden an diese beiden Indizes ist aber aufgrund derer konzentrierten Zusammensetzung problematisch:

- Beim SPI entfallen rund 2/3 der gesamten Marktkapitalisierung auf nur gerade fünf Titel (Novartis, Nestlé, Roche, UBS und Credit Suisse)
- Fast 4/5 der Marktkapitalisierung des SPI entfallen auf zehn Titel
- Der SPI wird durch lediglich drei Branchen dominiert: Pharma, Nahrungsmittel und Finanzwerte

Die Investoren fragen sich zu Recht, ob eine derart starke Konzentration auf nur wenige Titel und Branchen überhaupt Sinn macht und ob dies nicht dem vielgepriesenen Prinzip der Diversifikation widerspricht.

Aufgrund dieser Problematik und einer zunehmend kritischen und anspruchsvolleren Anlegerschaft steigt die Nachfrage nach benchmarkunabhängigen Produkten mit einer «Absolute-Return»-Ausrichtung unablässig. Schroders hat dieses Anlegerbedürfnis

Strukturierte Titelgewichtung in der Portfoliokonstruktion

Titelgewichtung im Schroder ISF Swiss Equity Active Allocation Fund: 2%, 4% oder 6% aufgrund folgender Kriterien:

Upside/Downside-Ratio ¹⁾	Überzeugung ²⁾	Risiko ³⁾	Rating	Gewichtung
+	+	+	4	6%
+	+	-	3	4%
+	-	-	2	2%

1) Gewinnpotential in Prozent / Verlustrisiko in Prozent: Knock-out-Kriterium, wird doppelt gewichtet.

2) Vertrauen der Analysten in das spezifische Aktieninvestment (Visibilität, Management, Exekution usw.).

3) Beinhaltet das durchschnittliche Tages-Handelsvolumen über sechs Monate und die historische Volatilität über 260 Tage.

erkannt und bietet deshalb seit dem 31. August 2005 einen innovativen Lösungsansatz an, den Schroder ISF Swiss Equity Active Allocation Fund.

Neue Wege in der Aktienselektion

Um das Dilemma der überproportionalen Konzentration der Referenzindizes zu umgehen, hat das Schroders Fondsmanagementteam für Schweizer Aktien bei der Portfoliokonstruktion einen innovativen Prozess zur spezifischen Titelgewichtung entwickelt. Wie in der Tabelle «Strukturierte Titelgewichtung» ersichtlich ist, kann eine einzelne Aktie aufgrund der systematischen Gewichtung der selektionierten Titel anhand dreier Kriterien nur mit 2%, 4% oder maximal 6% im Portfolio gewichtet werden. Die Kriterien sind die Upside-/Downside-Ratio, die Überzeugung des Fondsmanagements und das Risiko (Liquidität und historische Volatilität).

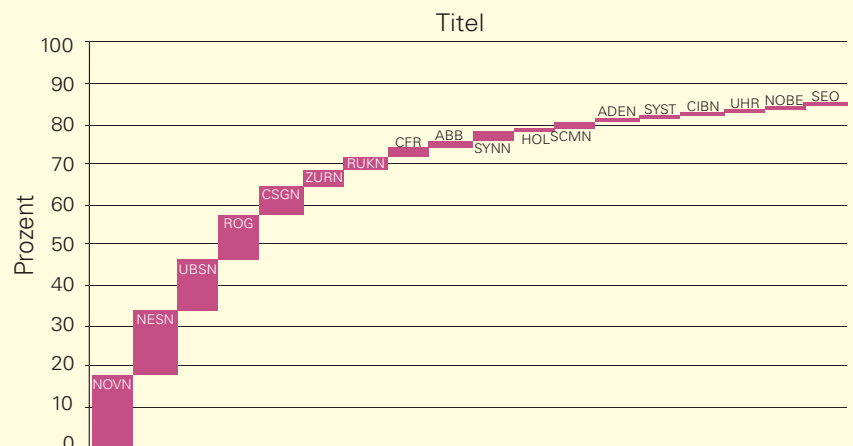
Durch die Wahl dieser Gewichtung profitieren die Anleger von einer strikten Kaufdisziplin und offensichtlich verbesserten Diversifikationseffekten im Vergleich zu SPI und SMI. Die Anleger investieren somit in ein Portfolio, das sich in der Titelgewichtung deutlich gegenüber den Indizes und indexorientierten Produkten unterscheidet. Der strukturierte Anlageprozess führt letztendlich zu einem Portfolio von 20 bis 30 Titeln, hinter denen das Fondsmanagementteam dank dem «High-Conviction-/Best-Ideas»-Konzept mit voller Überzeugung stehen kann.

Hohe Aufnahmekriterien

Die Titelselektion erfolgt durch das erfahrene, fünfköpfige Fondsmanagementteam von Schroders in Zürich unter Leitung von Stefan Frischknecht. Der Prozess basiert auf einem fundamentalen «Stock-Picking»-Ansatz. Dabei generiert jedes Mitglied des Teams Anlageideen aus den ihm zugewiesenen Sektoren. Das Team hat sein Know-how im Stock Picking über viele Jahre erfolgreich in der Verwaltung aktiver Schweizer Aktienmandate und dem Management erstklassiger Anlagefonds, wie dem Schroder ISF Swiss Equity Fund und dem Schroder ISF Swiss Small & Mid Cap Fund, unter Beweis gestellt.

Problematik des SPI Indexes

Swiss Performance Index (SPI): 18 grösstkapitalisierte Aktien

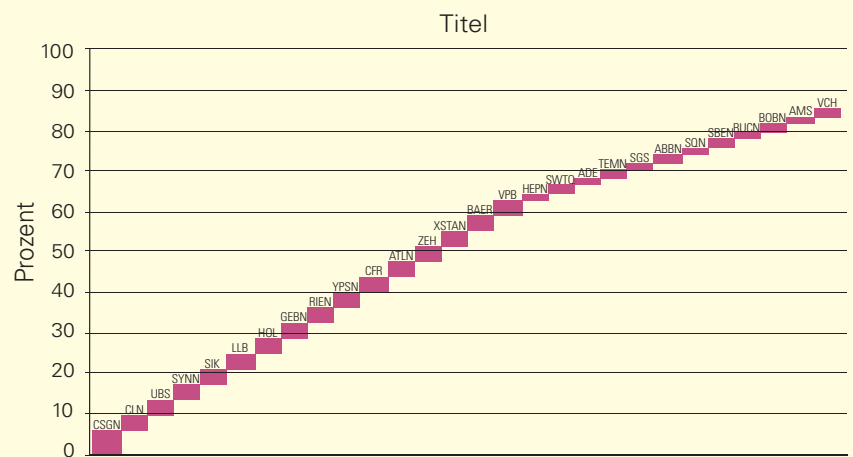


- Ungefähr 2/3 der Marktkapitalisierung entfallen auf fünf Titel
- Ungefähr 4/5 der Marktkapitalisierung entfallen auf zehn Titel
- Drei dominierende Sektoren (Pharma, Nahrungsmittel, Banken)

Fiktives Musterportfolio des

Schroder ISF Swiss Equity Active Allocation Fund

(Anteile in Prozent)



- Absolutes Risiko, nicht relatives Risiko
- Fokus auf überzeugende Ideen
- Tiefes titel- und sektorspezifisches Risiko
- Bessere Diversifikation

Aufnahme in das Portfolio finden nur Aktien mit den höchsten Discounted Cash-flows (DCF) und Economic Values Added (EVA, zusätzliche Wertschöpfung) oder den besten «Sum-of-the-Parts»-Bewertungen. Die Titel müssen zudem ein hohes annualisiertes Ertragspotential von mindestens 15% aufweisen, und das «Downside-Risiko» muss beim Kauf ebenfalls klar identifizierbar sein. Darüber hinaus sind bis zu 20% des Fondsvermögens für Aktien von Unternehmen in Spezial Situationen (Turnarounds, wenig beachtete Titel) reserviert. Diese hohen Selektionskriterien führen dazu,

dass wirklich nur die besten Anlageideen mit der vollsten Überzeugung des Fondsmanagements in das Portfolio aufgenommen werden.

Strikte Verkaufsdisziplin

Das Portfolio unterliegt einer strikten Verkaufsdisziplin. Mögliche Hauptauslöser für den Verkauf eines Titels sind das Erreichen des Preisziels, ein automatischer «Review» beim Absinken auf das «Downside-Risiko», unerwartete Ereignisse oder neue Informationen mit nicht quantifizierbaren Auswirkungen sowie Opportunitätskosten für den Kauf eines Titels mit

besseren Bewertungen. Mit dieser strikten Verkaufsdisziplin fällt das Team Verkaufsentscheide ohne Emotionen – «taking emotions out of selling».

Partieller Schutz in schwierigem Umfeld dank flexibler Cash-Quote

Der Fonds verfügt über einen flexiblen Cash-Spielraum. Dieser hängt davon ab, wie viele Titel das Fondsmanagementteam findet, welche die Titelselektionskriterien erfüllen. In diesem Sinn stellt die Cash-Quote eine direkte Funktion der Anzahl in das Portfolio aufgenommenen Titel dar. Sollten nicht genügend Titel gefunden werden, so kann der Fonds bis zu einem Drittel seines Vermögens in Cash investieren. Ein relativ hoher Cash-Anteil dient auch als Puffer in fallenden Märkten und unterstreicht damit den «Absolute-Return-Bias» des Fonds.

Risiko-/Ertrags-Erwartungen

Da sich das Produkt bewusst an keinen Index anlehnt, sondern gezielt eine «Absolute-Return-Bias»-Strategie verfolgt, sollte seine Wertentwicklung über einen kurzen Beobachtungszeitraum nicht mit einem Referenzindex verglichen werden. Intern vergleicht das Portfoliomanagementteam die langfristige Performance jedoch über fünf Jahre gegenüber dem SPI; dies entspricht mehr oder weniger der Länge eines typischen Marktzyklus. So können die Anleger die Performance langfristig mit einem relevanten Index vergleichen.

In einer Periode, in der sich die im Index übergewichteten Blue Chips besser als der Markt entwickeln, wird der Fonds ebenfalls profitieren, aber aufgrund der maximalen Titelgewichtung von 6% nicht im selben Ausmass. Dafür wird sich der Fonds in schwierigen oder fallenden Märkten dank der möglichen Cash-Quote von bis zu 33% und der massiven Untergewichtung derselben Blue Chips wesentlich stabiler entwickeln bzw. weniger an Wert verlieren. In diesem Sinn bietet der Fonds den Anlegern ein vorteilhaftes asymmetrisches Risiko-/Rendite-Potential.

Grundsätzlich sollten sich die Anleger aber immer bewusst sein, dass

Produkte mit einem «Absolute-Return-Bias» und «Relative-Return»-Produkte unterschiedliche Ziele verfolgen und deshalb kaum vergleichbar sind.

Eignung und Einsatz

Für wen eignet sich der Schroder ISF Swiss Equity Active Allocation Fund? Der Fonds spricht Anleger an, die sich der Eigenheiten der konzentrierten Schweizer Aktienindizes bewusst sind und deshalb ein echtes Engagement in

Schweizer Aktien suchen. Der aktive, indexunabhängige Ansatz des Schroder ISF Swiss Equity Active Allocation Fund bietet den Anlegern dazu die optimale Lösung und zusätzlich einen partiellen Schutz in fallenden Märkten. Selbstverständlich ist aus Diversifikationsüberlegungen auch ein Einsatz als Satellit interessant, insbesondere aber auch als Ergänzung in einem indexorientierten, auf relativen Return ausgerichteten Portfolio. •

New Ways of Managing Swiss Equities

In the recent past, relative-return investors lost money on the Swiss equity market. Their disappointment is due to two factors: the general characteristics of relative-return strategies and the specifics of the Swiss market.

Traditional funds aim at outperforming their benchmark (hence the term “relative return”). In falling markets, however, most funds do not outperform their benchmark enough (if at all) to make it into positive territory. On the contrary: Their performance turns negative and the investors lose money. Furthermore, relative-return strategies are not well suited to the specifics of the Swiss market. Most funds use the same benchmarks, either the Swiss Market Index (SMI) or the Swiss Performance Index (SPI). The composition of these indexes, however, is problematic: Approximately two thirds of the total market capitalisation of the SPI is made up of only five stocks (Novartis, Nestlé, Roche, UBS and Credit Suisse), and just three sectors (pharmaceuticals, food & beverages and financial services) dominate the entire index. Obviously this concentration on just a few stocks and sectors contradicts the basic investment principle of diversification.

It comes as no surprise that critical and discerning investors are increasingly demanding investment products which are independent of any benchmarks and instead follow an absolute-return approach. Schroders has recognized this need and has launched an innovative investment fund on 31 August 2005 to offer a solution to the problem, the Schroder ISF Swiss Equity Active Allocation Fund.

In order to avoid the benchmarks' dilemma of a heavy concentration, Schroders' fund management team for Swiss equities has come up with an innovative process for the weighting of specific stocks in portfolio construction. Basically, a certain stock can only be weighted at 2%, 4% or 6% at most in the portfolio according to three criteria: upside/downside ratio, fund managers' conviction and risk (liquidity and historical volatility).

Due to this weighting process, investors benefit from strict purchasing discipline and much improved diversification compared to the SMI and the SPI. The fund's composition differs significantly from both the benchmarks and benchmark-oriented products. The structured investment process leads to a portfolio of 20 to 30 stocks of which the fund management team is utterly convinced. In addition to the disciplined purchasing approach, the portfolio also has a strict sales discipline. Based on pre-defined sales triggers, stocks are sold without emotions.

The fund also has a flexible cash ratio. If there are not enough promising stocks to buy, the fund can raise its cash ratio to up to one third of its volume. A relatively high cash ratio also serves as a buffer in falling markets thus underlining its absolute-return bias.