

Das Salz in der Suppe: Europas Beste würzen das Portfolio



*Von Daniel Ghirardi
Head of Switzerland
Pioneer Global Investments Ltd.
Genf*

Die wichtigsten Märkte in Europa ziehen an und steigern die Attraktivität europäischer Aktien. Lange litt das europäische Wirtschaftswachstum unter einer schwachen Entwicklung in Deutschland. Jetzt gibt es gerade aus Deutschland positive Signale für das Wirtschaftswachstum in Europa. Der Index des Zentrums für Europäische

Wirtschaftsforschung (ZEW) zur Konjunkturerwartung in Deutschland ist im Januar erneut gestiegen und liegt nun bei 71 Punkten und damit rund doppelt so hoch wie im langjährigen Durchschnitt. Die durchschnittliche Punktzahl seit Dezember 1991 liegt bei 34,7. Auch der deutsche Ifo-Geschäftsklimaindex zeugte zuletzt von einem Stimmungsaufschwung bei deutschen Unternehmen. Allerdings werden nicht alle Unternehmen gleichermaßen von dem sich abzeichnenden Aufschwung profitieren. Starke Wachstumsimpulse versprechen wenige Titel. Nur rund ein Viertel der Unternehmen einer Branche entwickelt sich auf längere Sicht besser als der Branchenschnitt.

Renditen hängen an der Ertragskraft der Unternehmen

Langfristige Entwicklungen an den internationalen Aktienmärkten deuten darauf hin, dass die hohen Wachstumsraten der vergangenen Jahre nicht mehr über eine Abbildung der Märkte, sondern nur noch über eine genaue, fokussierte Auswahl der Titel zu erreichen ist. Experten erwarten in Zukunft geringere Renditen an den Aktienmärkten als in der Zeit von 1980 bis 2000. In dieser Zeitspanne sank die Rendite von Staatsanleihen substan-

tiell. Betrag die Rendite 10jähriger US-Staatsanleihen 1981 noch etwa 16%, liegt diese heute bei rund 4%. Die sinkende Attraktivität alternativer Anlagen förderte den Kapitalfluss in die Aktienmärkte und liess die Kurse steigen. Die Folge: Die Aktiengewinne wuchsen schneller als die Erträge der Unternehmen. Traditionell nähren sich langfristige Aktienrenditen jedoch aus der steigenden Ertragskraft der Unternehmen. Künftig werden die Aktiengewinne sich wieder mehr an der Ertragskraft der Unternehmen orientieren, d.h., die Gesamtmärkte werden sich weniger stark entwickeln. Die Renditechancen werden sich auf wenige, aber ertragsstarke Unternehmen konzentrieren. Mit einer breiten Aufstellung wird sich daher künftig nur schwer eine überdurchschnittliche Performance erwirtschaften lassen. Genau dies ist jedoch Aufgabe eines aktiven Fondsmanagements.

Ein konsequentes Stock Picking wird zum Hebel eines aktiven Managements, um langfristig attraktive Renditen zu erzielen. Schon heute erreicht der Pioneer Top European Players mit einem Portfolio von nur rund 30 europäischen Aktien eine deutlich bessere Performance als der 564 Titel umfassende MSCI Europe Index – und zwar in Bullen- und in Bärenmärkten. Gleichzeitig weist das auf wenige Titel fokussierte Portfolio eine geringere Volatilität und damit ein niedrigeres Anlagerisiko auf als der Index.

Hinter dem Stock Picking steht die Grundidee, ein attraktives Verhältnis von Risiko zu Rendite nicht durch eine breite Streuung, sondern vorrangig durch einen vielschichtigen Auswahlprozess und ein aktives Fondsmanagement zu erzielen. Die gezielte Auswahl erfolgt über eine genaue Bewertung

Fokussierte Fonds weisen häufig eine geringere Volatilität und damit ein niedrigeres Risiko auf als ihre Vergleichsindizes.

des Managements und der Geschäftsentwicklung des Unternehmens sowie seiner Branche. In regelmässigen, mehrmals im Jahr stattfindenden Gesprächen überprüfen die Fondsmanager, ob das Management eine erfolversprechende Unternehmensstrategie entworfen hat und umsetzt.

Neben dieser qualitativen Bewertung berücksichtigt der Investmentprozess die wichtigsten Kennzahlen für die Wertentwicklung. Zu ihnen gehört beispielsweise das Verhältnis von Eigen- zu Fremdkapital. Denn diese Relation gibt Aufschluss darüber, inwieweit das Unternehmen über ausreichende Mittel zur Finanzierung seiner Geschäftstätigkeit verfügt. Investiert das Management in einen Ausbau der Kapazitäten oder plant es, das Kapital für höhere Dividenden oder Aktienrückkäufe zu verwenden?

Beim Stock Picking lösen sich die Fondsmanager zudem von Branchengesichtspunkten. Die Ertragskraft der Unternehmen wird nicht nur mit den direkten Konkurrenten, sondern auch im Vergleich zu Unternehmen anderer Branchen quantitativ erfasst. Hierzu wird das Verhältnis von Unternehmenswert und eingesetztem Kapital in Relation zur Kapitalrentabilität des jeweiligen Unternehmens gesetzt. Branchenspezifische Bewertungsunterschiede und Kapitalerträge werden so sichtbar. Das Fondsmanagement gewinnt eine Kennzahl, um die Ertragskraft eines Unternehmens über alle Branchen hinweg zu vergleichen und so die am günstigsten bewerteten Unternehmen herausfiltern zu können.

Fokussierte Anlage erhöht das Risiko nicht

Eine breite Aktienanlage über zahlreiche Titel, Unternehmensgrössen, Branchen und Länder wird üblicherweise als probates Mittel angesehen, die Risiken einer Anlage zu reduzieren. Der Umkehrschluss gilt jedoch nicht. Keineswegs steigt das Anlagerisiko zwangsläufig durch eine fokussierte Anlage. Im Gegenteil: Fokussierte Fonds weisen häufig eine geringere Volatilität und damit ein niedrigeres Risiko auf als ihre Vergleichsindizes. Durch den genauen, sorgfältigen Auswahlprozess und die ständige Beob-

achtung, wie sich die einzelnen Titel entwickeln, sinkt das Risiko, von Entwicklungen bei einzelnen Werten überrascht zu werden. Das Fondsmanagement kann so in der Regel frühzeitig reagieren und das Verlustrisiko begrenzen.

Auch bietet ein fokussiertes Portfolio ausreichend Spielraum, um sich gegen Entwicklungen in einzelnen Segmenten abzusichern. Durch gezielte Investitionen in ausgewählte Titel aus mehreren Branchen und Ländern streut der Fondsmanager das Risiko. Er kann die Titel in einem fokussierten Portfolio so ausgeglichen gewichten, dass die Performance des Gesamtportfolios nicht zu stark von der Entwicklung eines einzelnen Titels abhängt. So kann der Manager den Anteil der stärksten Positionen auch bei einem auf rund 30 Titel fokussierten Portfolio auf jeweils weniger als 5% beschränken. Damit besitzen die grössten Einzeltitel weniger Gewicht als in den meisten Indizes. Zum Vergleich: Im deutschen HDAX, dem britischen FTSE All Share und dem französi-

schen SBF 120 verfügen die grössten Titel mit Anteilen zwischen 8 und 14% über ein deutlich höheres Gewicht. Ein fokussiertes Portfolio unterscheidet sich daher von einer breiten Anlage, etwa einem Index, kaum in der Abhängigkeit der Performance von einzelnen Titeln oder Branchen. Vielmehr zeichnet sich ein fokussiertes Portfolio gegenüber einer breiteren Anlage dadurch aus, dass jeder einzelne Titel die Gesamtperformance signifikant beeinflusst und nicht nur einen Bruchteil des Volumens der Schwergewichte im Portfolio auf sich vereinigt.

Die positiven Signale, die Europas Wirtschaft aktuell sendet, deuten weniger auf das langfristige Wachstum ganzer Branchen und der Gesamtmärkte hin als vielmehr auf die Ertragskraft einzelner Unternehmen. Ein günstiges Verhältnis von Rendite zu Risiko bieten daher mittel- und langfristig in erster Linie fokussierte Portfolios, die sich bei der Auswahl der Titel von der Ertragskraft der Unternehmen leiten lassen. ●

Seasoning the portfolio with Europe's best equities

Europe's major markets are on the rise and increasing European equities' appeal. While the continent's sluggish growth had, for a long time, been partly due to weak growth in Germany, the tide has turned. Today Germany is sending out positive signals for economic growth throughout the region. However, not all companies will benefit equally from the coming upswing.

In the future, returns on the equity markets are likely to be lower than from 1980 to 2000. In that period bond yields fell significantly and the bond markets became less and less attractive. Consequently more and more capital flowed into equities. As a result share prices rose faster than corporate profits. Now corporate earnings power will once again dominate share price trends. Stock markets as a whole will therefore experience slower growth, and above-average return potential will be concentrated on fewer companies with strong earnings power. Consistent stock picking will become more important than ever.

Broad diversification across securities, company sizes, sectors and countries is usually considered an excellent means to reduce risk. However, the other way round, risk does not necessarily increase with a more focused investment strategy. On the contrary: Focused funds often have lower volatility and therefore lower risk than their benchmark indexes. A meticulous and prudent selection process and ongoing observation of individual securities lowers the risk of negative surprises; this way the fund manager can react in time and limit potential losses. A focused portfolio also leaves enough leeway to hedge against trends in certain sectors. It is also possible to balance the individual securities in a focused portfolio in such a way that the portfolio's overall performance is not affected too much by particular equities. By limiting individual securities' weightings in a focused portfolio with 30 stocks to less than 5%, their proportion remains below that of heavyweights in the major indexes. In other words: Over the medium and long term, focussed portfolios which keep an eye on selecting companies with above-average earnings power offer the best risk-return relationships.