

TELOS

Kompendium

Publikation für institutionelle Investoren

Equity Global

&

Mixed Asset - Flexible

Quant Rating

Juli 2013

Kontakt:

TELOS GmbH

Kirchgasse 2
D-65185 Wiesbaden

Tel. +49-611-9742-100
Fax. +49-611-9742-200

Web: www.telos-rating.de
E-Mail: info@telos-rating.de

Sehr geehrte Damen und Herren!

Wir freuen uns, Ihnen hiermit die nunmehr dritte Ausgabe der Reihe TELOS Kompendium an die Hand geben zu können. Wir hatten auch zur zweiten Ausgabe Anfang des Jahres zum Thema Emerging Market Equity erneut sehr positive Resonanz und führen die Publikationsreihe nun zu den Segmenten Equity Global und Mixed Asset – Flexible fort. Schon jetzt glauben wir sagen zu können, dass sich dieses Sprachrohr und Nachschlagewerk gut bei den institutionellen Anlegern und den im Fondsmarkt Interessierten etabliert hat. Die Intention, eine Hilfe bei der Ideenfindung durch die Kombination aus Produktbewertung und -beschreibung sowie erweitertem fachlichen Support darzustellen, wird mehr und mehr aufgenommen. Letzteres stellen wir an den umfangreichen und detaillierten Fachbeiträgen fest, die wie immer den ersten Teil des Buches bilden. Der gewohnten Struktur folgend, finden Sie im zweiten Teil eine Auswahl von Fonds, die im kürzlich stattgefundenen TELOS Quant Rating (TQR) für die Segmente Equity Global und Mixed Asset – Flexible zu den Top bewerteten Produkten gehörten.

Warum haben wir diese Segmente bewertet? Auch für diese Entscheidung haben wir uns auf die Inhalte im Austausch mit den mit uns zusammenarbeitenden institutionellen Investoren bezogen. Das Thema Aktien, das schon im letzten Jahr mehr und mehr in den Fokus rückte und durch unseren Beitrag im Segment Emerging Market Equity begleitet wurde, hat an Brisanz weiter zugenommen. Die marktgegebene Notwendigkeit vieler institutioneller Investoren, sich auf der Suche nach Renditepotential dem Aktienmarkt zu öffnen, wurde zunehmend offensichtlich. Inwieweit wir weitere Aktiensegmente in Kürze bewerten werden, da z.B. auch der regionale Blick auf Europa wieder gestattet erscheint, können wir zwar noch nicht sagen. Aber auch für diesen Fall werden wir Ihnen wieder eine Zusammenfassung im TELOS Kompendium liefern. Das Thema Mixed Asset hat eine gewisse Sonderstellung in dem im TELOS Quant Rating bisher betrachteten Segmentpool. Es ist eine Assetklasse, die sich in den letzten Jahren

kontinuierlich und stetig den institutionellen Investoren als Anlagemöglichkeit anbietet. Ob dies aus den schwierigen Erfahrungen der letzten Dekade mit den auffälligen Besonderheiten in der zunehmenden Komplexität bei der richtigen Asset Allocation alleine hervor geht, vermögen wir nicht zu beurteilen. Auffallend ist aber, dass, anders als noch in den Dekaden zuvor, der Einsatz der Fähigkeiten externer Manager bei der Asset Allocation in deren Fonds eine attraktive Alternative für institutionelle Investoren darstellt.

Die Methodik, mit der wir auch diese Segmente durchleuchtet haben, ist der Ihnen bekannte Ansatz in unserem TELOS Quant Rating, über den Sie sich auch auf unserer Ausschreibungsplattform auf www.telosia.de detailliert informieren können. Angestrebte Nachhaltigkeit in den Bewertungsergebnissen bei vielfältiger Betrachtung von Rendite und Risiko in unterschiedlichsten Zeitintervallen sind die Eckpfeiler des Ansatzes.

Eine Investitionsentscheidung in ein Produkt setzt natürlich die Entscheidung für das Segment voraus. Hierzu haben zahlreiche Asset Manager durch Ihre Fachbeiträge wertvolle Unterstützung bereitgestellt, die neue Erkenntnisse, Sichtweisen und Möglichkeiten aufzeigen sollen und die wir Ihnen ganz besonders ans Herz legen möchten.

Wir wünschen Ihnen eine anregende Lektüre.

Ihr TELOS Team



(Dr. Frank Wehlmann) (Dr. Felix Wittmann)

und Harald Müller (Analyst).

TELOS Quant Rating

Equity Global und Mixed Asset - Flexible

Anzahl der bewerteten Investmentfonds

Segment: Equity Global

3-Jahre: 573

5-Jahre: 481

Segment: Mixed Asset - Flexible

3-Jahre: 459

5-Jahre: 354

Es ergaben sich in den vier Rubriken die folgenden Top 5 Plazierungen.

Die gesamten Ratingergebnisse, Erläuterungen zum Ratingansatz und auch die detaillierte Darstellung der Ergebnisse der betrachteten Einzelkriterien finden Sie wie immer auf der Website unserer Ausschreibungsplattform telosia unter www.telosia.de.

Segment: Equity Global**Top Five – Produkte im 5-Jahresbereich**

1. Platz: Swisscanto (LU) Equity Selection Int.
2. Platz: GS GMS Alpha Plus World Eq. PF TR
3. Platz: KBI Inst Dividend Plus Global
4. Platz: GS Gl. Small Cap Core Eq. Portf. TR
5. Platz: KBI Inst Dividend Plus Dev. Equity

Top Five – Produkte im 3-Jahresbereich

1. Platz: Threadneedle Global Eq. Inc. Gross
2. Platz: M&G Global Dividend Gross TR
3. Platz: GS Gl. Small Cap Core Eq. Portf. TR
4. Platz: KBI Inst Dividend Plus Global
5. Platz: Union UniFavorit Aktien TR

Segment: Mixed Asset - Flexible**Top Five – Produkte im 5-Jahresbereich**

1. Platz: Hansa Antea
2. Platz: SSK Düsseldorf Top Chance Gross TR
3. Platz: Ethna Aktiv E TR
4. Platz: DJE Concept
5. Platz: ING (B) Collect PF Delta Neutral

Top Five – Produkte im 3-Jahresbereich

1. Platz: S&W Witch General Gross TR
2. Platz: S&W Thoroughbred Gross TR
3. Platz: Hansa Aramea Rendite Plus TR
4. Platz: DJE Premium Malina
5. Platz: SG Vario MACS II Gross TR

Inhaltsverzeichnis

Fachbeiträge	7
Credit Suisse - Verlustpotenzial eingrenzen.....	8
Deka - Taktische Asset Allocation - IM SPANNUNGSFELD NIEDRIGER ZINSEN UND HOHER VOLATILITÄT.....	14
DJE Kapital AG - Zyklusverschiebung, Fundamentalwert und Börsenkurs.....	21
Franklin Templeton - Erfolgreich in weltweite Nebenwerte investieren.....	33
Goldman Sachs - Advantage Equities - Why we think stocks can still win in a low return environment.....	36
Metzler - Vermögenssicherung mit Aktien von internationalen Blue Chips.....	44
Robeco - Die Bedeutung von Markteffizienz & Marktbreite im Portfolio Management am Beispiel des US-Aktienmarktes.....	48
Vontobel - Was ist ein vernünftiger Preis für Qualitätsaktien?.....	56
TELOS Quant Rating	71
Das TELOS Quant Rating – Methodik.....	72
Ermittlung der Bewertungsgröße – Der Ratingprozess.....	73
Fondsinformationen und TELOS Quant Ratings - Ergebnisse	74
Classic Global Equity.....	75
<i>Das besondere Know-how</i>	76
Classic Global Equity – TQR Ergebnisse.....	77
Credit Suisse MACS Dynamic Gross TR.....	82
<i>Mitglied des Vorstands Credit Suisse (Deutschland) AG</i>	82
<i>Ansprechpartner institutionelles Geschäft</i>	82
<i>Co-Head Multi Asset Class Solutions Deutschland</i>	82
<i>Der Fondsmanager und sein Fonds</i>	83
<i>Das besondere Know-how</i>	84
<i>Investmentchancen im Segment Mixed Flexible</i>	85
Credit Suisse MACS Dynamic Gross TR – TQR Ergebnisse.....	87
Deka GlobalOpportunities Plus TR.....	92
<i>Ansprechpartner institutionelles Geschäft</i>	92
<i>Fondsmanager</i>	92
<i>Der Fondsmanager und sein Fonds</i>	93
<i>Das besondere Know-how</i>	94
Deka GlobalOpportunities Plus TR – TQR Ergebnisse.....	96
DJE Concept.....	101
<i>Der Fondsmanager und sein Fonds</i>	102
<i>Das besondere Know-how</i>	103
<i>Investmentchancen im Segment Mixed Flexible</i>	103
DJE Concept – TQR Ergebnisse.....	106
Franklin Global Small Mid Cap Growth.....	111
<i>Ansprechpartner Retail</i>	111
<i>Ansprechpartner institutionelles Geschäft</i>	111
<i>Fondsmanager</i>	111
<i>Der Fondsmanager und sein Fonds</i>	112
<i>Das besondere Know-how</i>	113
<i>Investmentchancen im Segment Global Equity</i>	113
Franklin Global Small Mid Cap Growth – TQR Ergebnisse.....	116
GS Global Small Cap CORE® Equity Portfolio TR.....	121
<i>Der Fondsmanager und sein Fonds</i>	122
<i>Das besondere Know-how</i>	124
<i>Investmentchancen im Segment Global Equity</i>	124

GS Global Small Cap CORE® Equity Portfolio TR – TQR Ergebnisse.....	127
Metzler International Growth.....	132
<i>Ansprechpartner Retail</i>	132
<i>Ansprechpartner institutionelles Geschäft</i>	132
<i>Fondsmanager</i>	132
<i>Der Fondsmanager und sein Fonds</i>	133
<i>Das besondere Know-how</i>	134
<i>Investmentchancen im Segment Global Equity</i>	135
Metzler International Growth – TQR Ergebnisse.....	138
Robeco BP Global Premium Equities.....	143
<i>Ansprechpartner Retail</i>	143
<i>Ansprechpartner institutionelles Geschäft</i>	143
<i>Fondsmanager</i>	143
<i>Der Fondsmanager und sein Fonds</i>	144
<i>Das besondere Know-how</i>	145
<i>Investmentchancen im Segment Global Equity</i>	145
Robeco BP Global Premium Equities – TQR Ergebnisse.....	148
Stadtsparkasse Düsseldorf TOP Chance Gross TR.....	153
<i>Ansprechpartner Sales</i>	153
<i>Ansprechpartner institutionelles Geschäft</i>	153
<i>Fondsmanager</i>	153
<i>Der Fondsmanager und sein Fonds</i>	154
<i>Das besondere Know-how</i>	155
<i>Investmentchancen im Segment Mixed Flexibe</i>	155
Stadtsparkasse Düsseldorf TOP Chance Gross TR – TQR Ergebnisse.....	158
SSK Düsseldorf TOP Chance Fonds – TELOS Fondsrating (qualitativ).....	163
Vontobel Fund Global Value Equity.....	170
<i>Ansprechpartner Retail</i>	170
<i>Ansprechpartner institutionelles Geschäft</i>	170
<i>Fondsmanager</i>	170
<i>Der Fondsmanager und sein Fonds</i>	171
<i>Das besondere Know-how</i>	173
<i>Investmentchancen im Segment Global Equity</i>	173
Vontobel Fund Global Value Equity – TQR Ergebnisse.....	176
Wachstum Global INVEST Gross TR.....	181
<i>Ansprechpartner Retail</i>	181
<i>Ansprechpartner institutionelles Geschäft</i>	181
<i>Fondsmanager</i>	181
<i>Der Fondsmanager und sein Fonds</i>	182
<i>Das besondere Know-how</i>	182
<i>Investmentchancen im Segment Global Equity</i>	185
Wachstum Global INVEST Gross TR – TQR Ergebnisse.....	188
Walser Portfolio German Select.....	193
<i>Ansprechpartner Retail</i>	193
<i>Ansprechpartner institutionelles Geschäft</i>	193
<i>Der Fondsmanager und sein Fonds</i>	194
<i>Das besondere Know-how</i>	195
<i>Investmentchancen im Segment Mixed Flexible</i>	196
Walser Portfolio German Select – TQR Ergebnisse.....	198
Disclaimer.....	203

Fachbeiträge



Credit Suisse - Verlustpotenzial eingrenzen

Risiko-orientierte Anlagekonzepte mit klaren Vorteilen in Korrekturphasen

Die Credit Suisse Group ist ein führendes, global tätiges Finanzdienstleistungsunternehmen mit Hauptsitz in Zürich. Als integrierte, global tätige Bank bietet sie ihren Kunden Dienstleistungen in den zwei Divisionen Private Banking & Wealth Management und Investment Banking. Hierbei verfolgen wir eine kundenorientierte und kapitaleffiziente Strategie. Mit Niederlassungen in 19 Ländern verwaltet die Credit Suisse im Bereich Asset Management ein Vermögen von 307,8 Mrd. €.

Der Bereich Asset Management innerhalb der Division Private Banking & Wealth Management ist seit 1988 in Deutschland präsent und betreut Spezial- und Publikumsfonds sowie weitere Anlageinstrumente mit mehr als 15 Mrd. € für ein breites Spektrum von privaten und institutionellen Anlegern sowie professionellen Vermögensberatern. Das in Frankfurt ansässige Portfoliomanagementteam im Bereich Multi Asset Class Solutions (19 Personen) ist integriert in das weltweit 300 Mitarbeiter umfassende Team Multi Asset Class Solutions, welches global 86 Mrd. € verwaltet.

Seit 25 Jahren ist die Credit Suisse Partner für deutsche institutionelle Investoren im Bereich Multi Asset Class-Solutions und stellt ihre Kompetenz im Verwalten von benchmarknahen, Overlay- sowie risikolimitierten Mandaten unter Beweis.

Die Erfahrungen der letzten fünf Jahre haben gezeigt, dass ein klassischer, an eine Benchmark gekoppelter Anlageansatz nicht in jedem Marktumfeld optimal ist. So kann das Portfoliorisiko und damit das Verlustpotenzial in Phasen mit erhöhter Unsicherheit und anhaltendem Verkaufsdruck an den Börsen deutlich ansteigen, ohne dass die Asset Allocation aktiv verändert worden ist.

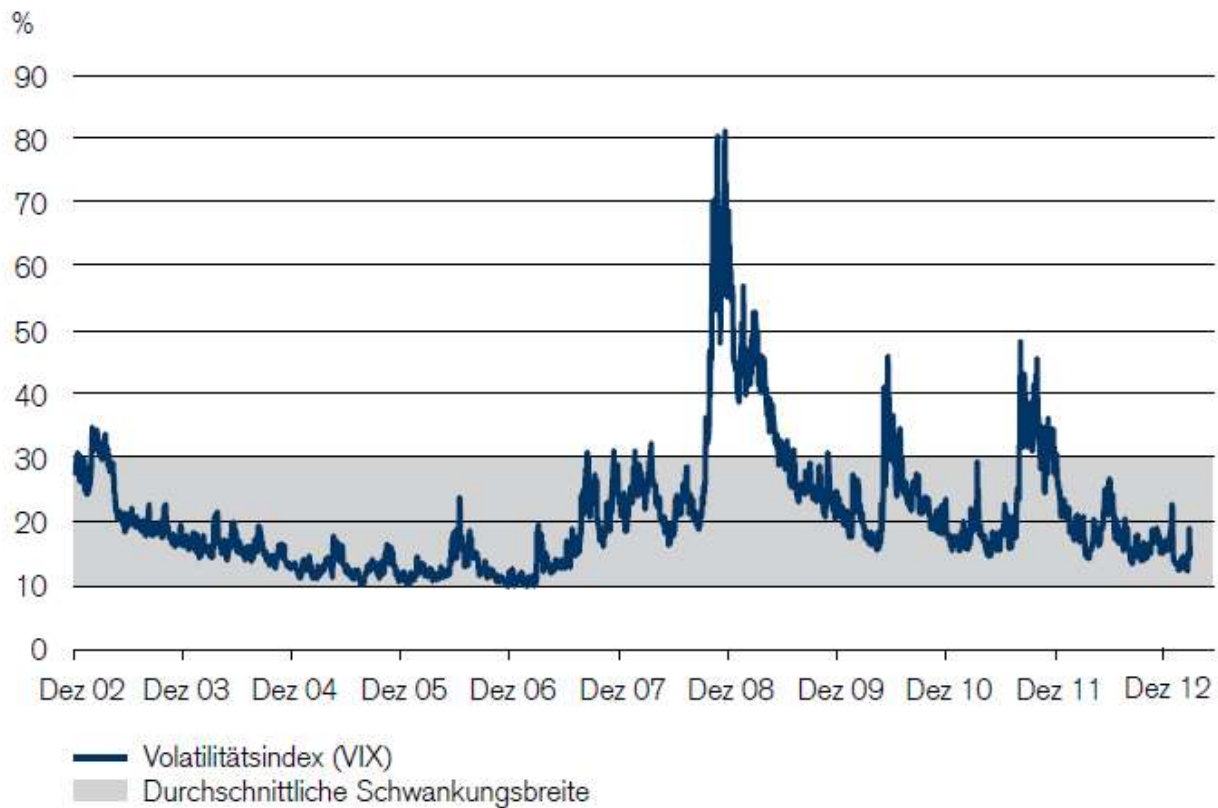
Um solche Stressphasen zu vermeiden, kann eine auf die Verlustbegrenzung fokussierte, aktive Vermögensbewirtschaftung eine sehr effektive Alternative darstellen. Dabei bieten sich zwei Lösungsansätze an: das Konzept mit Kapitalschutz und das vergleichsweise noch weniger bekannte Konzept mit einem Volatilitätslimit. Während beim ersten Ansatz eine Untergrenze für den maximalen Wertverlust des Portfolios bestimmt wird, geht es beim zweiten Ansatz um die Festlegung einer Obergrenze für die maximale Portfoliovolatilität.

Unliebsame Korrekturphasen

Ein «normales» Marktumfeld charakterisiert sich durch eine im Allgemeinen vertretbare Schwankungsbreite der Renditen bzw. der Volatilität. Gleichzeitig weisen die einzelnen Anlagesegmente niedrige Korrelationen auf. Unter diesen Rahmenbedingungen stellt die ausgewogene Diversifikation eines Portfolios einen effizienten Anlageansatz dar. Bei gleichbleibenden Renditechancen bewirkt nämlich eine sinnvolle Kombination der einzelnen Anlagekategorien und Anlageklassen, dass sich das Gesamtrisiko reduziert.

*Credit Suisse - Verlustpotenzial eingrenzen
Equity Global – Mixed Asset - Flexible*

Entwicklung der Volatilität des S&P-500-Aktienindex



Quelle: Credit Suisse, nur zur Illustration. Letzter Datenpunkt: 28.02.2013.

Historische Performanceangaben und Finanzmarktszenarien sind keine Garantie für aktuelle oder zukünftige Ergebnisse.

Herrscht an den Märkten jedoch eine erhöhte Unsicherheit und anhaltender Verkaufsdruck, kann das Portfoliorisiko markant ansteigen, ohne dass der Anteil risikoreicherer Anlagen wie Aktien oder Fremdwährungsanleihen aufgestockt worden ist. Dies illustrieren zum Beispiel die Schwankungen der Renditen und damit die Volatilitäten in den Perioden Mitte 2008 bis Mitte 2009, Mai bis Juni 2010 und August bis September 2011, welche im historischen Vergleich teils weit überdurchschnittliche Werte erreichten.

Die obige Grafik zeigt den Verlauf der wöchentlichen Volatilität des S&P-500-Aktienindex. Während sich die Volatilität normalerweise zwischen 10 Prozent und 30 Prozent bewegt, durchbrach sie diese Bandbreite in den erwähnten Stressphasen teils deutlich. Der S&P-500-Aktienindex war also jeweils viel stärkeren Schwankungen ausgesetzt als in einem normalen Marktumfeld. Die Wahrscheinlichkeit, mit einem breit diversifizierten Portfolio einen größeren Wertverlust zu erleiden, stieg somit stark an, ohne dass der Anteil an risikoreichen Anlagen aufgestockt wurde.

Neue Bedingungen an den Finanzmärkten verlangen nach neuen Anlagekonzepten

Die Finanz- und Schuldenkrise scheint zwar unter Kontrolle zu sein, sie ist jedoch noch keineswegs überwunden und dürfte die Märkte auch in den nächsten Jahren immer wieder Belastungsproben aussetzen.

Deshalb stellt sich die Frage, ob sich Anlageansätze anbieten, bei denen Wertverluste – grundsätzlich, insbesondere aber in Stressphasen – kontrolliert und reduziert werden können.

In der Vermögensverwaltung bestehen verschiedene Anlagekonzepte. Beispielsweise kann nach den folgenden Ansätzen unterschieden werden:

- Benchmark-orientiertes oder klassisches Konzept
- Risiko-orientierte Konzepte

Beim Benchmark-orientierten Konzept wird das Gesamtrisiko des Portfolios durch eine ausgewogene Diversifikation reduziert. Der erwarteten Marktentwicklung wird Rechnung getragen, indem die einzelnen Anlagekategorien und Anlageklassen je nach Markt- und Anlageeinschätzung über- oder untergewichtet werden. Ziel ist, durch taktische Entscheidungen besser als der Markt abzuschneiden. Letztlich bleibt das Portfolio jedoch den Marktschwankungen größtenteils unterworfen. Risiko-orientierte Konzepte ermöglichen einerseits, dass das Portfolio von steigenden Märkten profitieren kann. Andererseits gewähren sie einen gewissen Schutz gegen deutliche Wertverluste. Damit bieten Risiko-orientierte Konzepte gegenüber dem Benchmark-orientierten Konzept eine zusätzliche, für Anleger mit erhöhter Risiko- oder Verlustsensibilität höchst attraktive Dimension.

Risiko-orientierte Konzepte im Überblick

Zur Eindämmung des Portfoliorisikos in Stressphasen bestimmt der Anleger ein Limit, das auf Ebene des Gesamtportfolios nicht überschritten werden darf. Die Festlegung kann auf zwei Arten erfolgen:

- Bestimmung der Untergrenze für den Wertverlust des Portfolios (absolute Verlustbegrenzung)
- Bestimmung der Obergrenze der Portfoliovolatilität (relative Verlustbegrenzung)

Benchmark- und Risiko-orientierte Anlagekonzepte

	Benchmark-orientiert	Risiko-orientiert
Performance-schemata über Börsenzyklus hinweg		
Anlagefokus	Auf eine vordefinierte Zielrendite ausgerichtet	Auf die Vermeidung oder Reduktion von Verlusten ausgerichtet
Anlageziel	Outperformance gegenüber einer vorgegebenen Benchmark	<ul style="list-style-type: none"> – Begrenzung des Verlustpotenzials bei deutlichen Marktkorrekturen – Maximierung der Anlagerendite in einem normalen Marktumfeld
Anlagestil	Aktives Portfoliomanagement, basierend auf den Markterwartungen und Anlageeinschätzungen	<ul style="list-style-type: none"> – Aktives Portfoliomanagement, basierend auf den Markterwartungen und Anlageeinschätzungen – Überwachung und Einhaltung des Verlustlimits durch Abbau von Anlagerisiken, falls die Verlust- oder Schwankungslimits annähernd erreicht werden

Quelle: Credit Suisse, nur zur Illustration

Wie beim Benchmark-orientierten Konzept erfolgt zunächst eine aktive Bewirtschaftung des Portfolios. Basierend auf den Markterwartungen und Anlageeinschätzungen sollen dabei Marktchancen genutzt werden, um eine Maximierung der Anlagerendite zu erzielen. Unter Berücksichtigung der auf das Risikoprofil des Anlegers abgestimmten Anlagestrategie können deshalb risikoreichere Anlagen durchaus berücksichtigt und sogar substantiell gewichtet werden. Zusätzlich gilt es jedoch, das vom Anleger festgelegte Verlustlimit – sei es eine absolute oder relative Verlustbegrenzung – auf Portfolioebene zu berücksichtigen. Sie erhält einen zentralen Stellenwert, wenn die Finanzmärkte stark korrigieren (sofern eine absolute Verlustbegrenzung einzuhalten ist) bzw. die Volatilität an den Märkten

überdurchschnittlich ansteigt (sofern eine Obergrenze der Portfoliovolatilität zu berücksichtigen ist). Nähert sich der Portfoliowert bzw. die Portfoliovolatilität dieser Schranke, muss das Portfoliomanagement die Risiken zwingend abbauen, um die Einhaltung der Limits zu gewährleisten. Entspannen sich die Märkte und weist der Portfoliowert bzw. die Portfoliovolatilität wieder einen komfortablen Abstand zum festgelegten Limit auf, können Risikopositionen sukzessive wieder aufgebaut werden, um an den Marktchancen zu partizipieren. Da sich die Märkte zuerst beruhigen müssen, bevor eine Wiederaufstockung von risikoreicheren Anlagen möglich wird, «verpasst» der Anleger zwar die erste Erholungsphase nach der Trendumkehr, andererseits wurden seine Verluste in der vorangegangenen Korrekturphase wirksam eingedämmt.

Wird als Verlustlimit eine Untergrenze für den Wertverlust des Portfolios definiert, geht es faktisch um ein Anlagekonzept mit Kapitalschutz. Möchte man hingegen die Portfoliovolatilität unter Kontrolle behalten, handelt es sich um ein Konzept mit Volatilitätslimits. In der Folge werden die beiden Ansätze skizziert.

Konzept mit Kapitalschutz (Floor- oder Wertuntergrenzen-Konzept)

Ziel dieses Konzepts ist die Erwirtschaftung einer positiven absoluten Rendite. Gleichzeitig soll der Kapitalschutz gewährleistet werden, wobei der Anleger ein limitiertes Verlustrisiko in Kauf nimmt. Zu diesem Zweck legt er eine Untergrenze bzw. einen Floor fest, der dem maximal erlaubten Wertverlust des Portfolios entspricht (absolute Verlustbegrenzung). Der Floor ist auf das Risikoprofil des Anlegers abgestimmt und kann bei Bedarf angepasst werden. Zudem wird er bei einem steigenden Portfoliowert in der Regel nach oben angepasst.

Das Portfoliomanagement sichert die Einhaltung des Floors unter Berücksichtigung unterschiedlichster Risiken – wie zum Beispiel des Aktien-, Kredit-, Emittenten- oder Liquiditätsrisikos. Nähert sich der Portfoliowert der Untergrenze, müssen die Risiken sukzessive abgebaut werden. Da der Spielraum für einen Wertverlust normalerweise relativ klein ist (bzw. der Floor nur wenige Prozente unterhalb des anfänglichen Portfoliowerts festgelegt wird), gilt der Floor als zentraler Parameter zur Bewirtschaftung des Portfolios, und zwar in jedem Marktumfeld. Abgesehen davon basiert die Bewirtschaftung des Portfolios – wie bei der Benchmark-orientierten Lösung – auf einem klar strukturierten Anlageprozess. Um den Floor nicht zu gefährden, wird vorwiegend in hoch liquide Anlageprodukte investiert und ein sehr professionelles Risikomanagement betrieben.

Damit verwandt ist das Absolute-Return- Konzept. Es strebt ebenfalls eine positive absolute Rendite bei gleichzeitigem Kapitalschutz an. Bezüglich des Verlustpotenzials besteht jedoch null Toleranz. Mit anderen Worten wird die Untergrenze für den Verlust, der Floor, dem Anfangswert des Portfolios gleichgesetzt.

Konzept mit Volatilitätslimits

Dieses Konzept ist darauf ausgerichtet, einerseits an den sich bietenden Marktchancen möglichst zu partizipieren, andererseits die Verluste bei heftigen Marktkorrekturen zwar nicht auszuschließen, aber deutlich abzufedern. Dies geschieht, indem ein Limit für die Portfoliovolatilität festgelegt wird. Sind die Märkte von hoher Nervosität und entsprechend hohen Preisschwankungen geprägt und nähert sich die Portfoliovolatilität dem vordefinierten Limit, müssen risikoreichere Anlagen zugunsten von Anlagen mit geringerem Risiko abgebaut werden.

Reduktion der Risiken in Stressphasen



Während länger andauernden Stressphasen kann bei einem volatilitätsorientierten Ansatz ein Teil der negativen Performance abgefedert werden. Andererseits erfolgt in Erholungsphasen eine verzögerte Partizipation an steigenden Kursen.

Quelle: Credit Suisse, nur zur Illustration.

Dadurch reduziert sich die Portfoliovolatilität und die Anfälligkeit für hohe Wertverluste. Ziel des volatilitätsorientierten Konzepts ist keine absolute, sondern eine relative Verlustbegrenzung.

In einem nervösen Marktumfeld übernimmt also das Volatilitätslimit die Funktion als zentrale Steuerungsgröße bei der Portfoliobewirtschaftung. Da die Volatilität in seitwärts tendierenden oder steigenden Märkten in der Regel niedriger ist, wird die Zusammensetzung und damit die Wertentwicklung des Portfolios unter normalen Marktbedingungen dagegen vorwiegend durch die aktuellen Anlageeinschätzungen bestimmt. Gegenüber dem Konzept mit Kapitalschutz liegt darin auch der große Vorteil: Bei günstigen Marktbedingungen kann der Anleger am Aufwärtstrend im Rahmen des vordefinierten Volatilitätslimits voll partizipieren, während in Korrekturphasen ab einer bestimmten Schwelle ebenfalls ein Auffangnetz zum Tragen kommt.

Die primäre Zielsetzung dieses Ansatzes besteht in der Glättung der Portfolioschwankungen über einen Marktzyklus mit Normal- und Stressphasen hinweg. Als zentraler Parameter für die Allokation dient die tägliche Portfoliovolatilität. Dabei wird die kurzfristige Volatilität höher gewichtet, um der aktuellen Marktsituation gerecht zu werden. Bezugsgröße ist anstelle einer klassischen Benchmark ein vom Anleger vordefiniertes Volatilitätslimit auf Portfolioebene, die unabhängig von der Marktentwicklung in keiner Phase überschritten werden darf.

Vorteile der Risiko-orientierten Anlagelösungen

Im Vergleich zum Benchmark-orientierten Anlageansatz, bei dem der Anlagefokus auf einer Zielrendite liegt und der angestrebte Tracking Error die gewünschte Abweichung zur Benchmark vorgibt, steht bei den Risiko-orientierten Konzepten die Begrenzung von Verlusten im Vordergrund. Dadurch kann der Anleger in Stressphasen mit erhöhtem psychologischem Druck auf Regeln zurückgreifen, die er sich in ruhigeren Zeiten zurechtgelegt hat.

Die Risiko-orientierten Konzepte sind nicht frei von Risiken, da man letztlich an den Finanzmärkten

investiert bleibt, aber sie zielen darauf ab, die Verluste einzudämmen. Aus einer längerfristigen Anlageoptik bieten sie einen zusätzlichen reizvollen Aspekt: Wenn ein Anleger in Marktphasen mit starken Korrekturen geringere Verluste erleidet, muss er in einem günstigen Umfeld weniger Risiken eingehen, um diese Verluste zu kompensieren. Risiko-orientierte Lösungen begrenzen also den Verlust in schlechten Zeiten und senken den Performancedruck in guten Zeiten.

Kontakt:

Barbara Diaz
Director
Credit Suisse (Deutschland) AG
Junghofstraße 16
60311 Frankfurt am Main
Tel. 069 7538 1033
[*barbara.diaz@credit-suisse.com*](mailto:barbara.diaz@credit-suisse.com)

Silvia Schaak
Co-Head Multi Asset Class Solutions Deutschland
Credit Suisse (Deutschland) AG
Junghofstraße 16
60311 Frankfurt am Main
Tel. 069 7538 1023
[*silvia.schaak@credit-suisse.com*](mailto:silvia.schaak@credit-suisse.com)

Wichtige Hinweise

Dieses Dokument wurde von der Credit Suisse AG und / oder mit ihr verbundenen Unternehmen (nachfolgend «CS») mit größter Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. Die CS gibt jedoch keine Gewähr hinsichtlich dessen Inhalt und Vollständigkeit und lehnt jede Haftung für Verluste ab, die sich aus der Verwendung dieser Informationen ergeben. Die in diesem Dokument geäußerten Meinungen sind diejenigen der CS zum Zeitpunkt der Redaktion und können sich jederzeit und ohne Mitteilung ändern. Ist nichts anderes vermerkt, sind alle Zahlen ungeprüft. Das Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und der Nutzung durch den Empfänger. Es stellt weder ein Angebot, noch eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder Bankdienstleistungen dar und entbindet den Empfänger nicht von seiner eigenen Beurteilung. Insbesondere ist dem Empfänger empfohlen, allenfalls unter Einschaltung eines Beraters, die Informationen in Bezug auf die Vereinbarkeit mit seinen eigenen Verhältnissen, auf juristische, regulatorische, steuerliche, u.a. Konsequenzen zu prüfen. Dieses Dokument darf ohne schriftliche Genehmigung der CS weder auszugsweise noch vollständig vervielfältigt werden. Es richtet sich ausdrücklich nicht an Personen, deren Nationalität oder Wohnsitz den Zugang zu solchen Informationen aufgrund der geltenden Gesetzgebung verbieten. Weder das vorliegende Dokument noch Kopien davon dürfen in die Vereinigten Staaten versandt oder dahin mitgenommen werden oder in den Vereinigten Staaten oder an eine US-Person abgegeben werden (im Sinne von Regulation S des US Securities Act von 1933 in dessen jeweils gültigen Fassung). Bei diesem Dokument handelt es sich um Marketingmaterial, das ausschließlich zu Werbezwecken verbreitet wird. Es darf nicht als unabhängige Wertpapieranalyse gelesen werden.

Copyright © 2013 Credit Suisse Group AG und / oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.



Deka - Taktische Asset Allocation - IM SPANNUNGSFELD NIEDRIGER ZINSEN UND HOHER VOLATILITÄT

Dr. Heiko Opfer, Leiter Risk Management & GTAA, Deka Investment GmbH

Dr. Harald Lohre, Portfolio Manager, Deka Investment GmbH

Zahlreiche einschneidende Ereignisse und Entwicklungen prägten die vergangenen Jahre: Lehmanpleite, Fukushima und Staatsschuldenkrise seien an dieser Stelle als Schlagworte genannt, die lange in Erinnerung bleiben werden. Auf Anlegerseite bestehen daher berechtigte Sorgen hinsichtlich der weiteren konjunkturellen Entwicklung. Eine weitere, mindestens genauso einschneidende Entwicklung ist auf den Rentenmärkten zu beobachten. Seit Anfang der Achtziger Jahre sind die Renditen der Staatsanleihen für die wichtigsten Emittenten stetig gesunken. Waren deutsche Staatsanleihen Anfang der Achtziger Jahre noch mit einem Zinsversprechen im zweistelligen Bereich ausgestattet, rentierten kurzlaufende deutsche Staatsanleihen im Frühjahr 2013 dagegen nahe Null Prozent. Diese Entwicklung hat für langfristig orientierte institutionelle Anleger gravierende Auswirkungen in Bezug auf die zu erfüllenden Leistungsversprechen und die damit verbundene Anlagestruktur.

Charakterisierung von Ansätzen zur taktischen Asset Allocation

Angesichts dieser Herausforderungen geht jedoch oft unter, dass das aktuelle Umfeld auch ausgeprägte Chancen für eine aktive taktische Asset Allocation birgt. Eine aktive Anlagestrategie sollte dabei mehrere Merkmale erfüllen, um einen Mehrwert generieren zu können:

- Die Strategie erlaubt flexibel die notwendigen Anpassungen an die schwankenden Märkte. In diesem Zusammenhang ist etwa eine regelmäßige Überwachung der Markteinschätzung als auch ein zielgerechtes Anlageuniversum (z.B. Berücksichtigung von negativen Durationspositionen) zu erwähnen.
- Das Risikomanagement ist ein integraler Bestandteil des Investmentprozesses. Dazu gehört neben einer Risikoeinschätzung bezüglich der Anlageklassen auch zwingend eine qualifizierte Güteschätzung zu den verwendeten Prognosen.
- Die Anlagestruktur sollte berücksichtigen, dass das Diversifikationspotenzial zwischen Anlageklassen oftmals nur durch die als „sichere Hafen“ bezeichneten Anlagen gewährleistet ist. Historisch eindrucksvolle Diversifikationszusammenhänge zwischen den übrigen Anlageklassen verschwinden oftmals, sobald sich eine Krise zuspitzt.

Grundsätzlich bieten sich zwei Herangehensweisen an, um eine taktische Allokationssteuerung mit einer ausreichenden Flexibilität zu versehen. Dabei handelt es sich zum einen um **technische Trendfolgekonzepte** und zum anderen um **fundamentale Anlagekonzepte**. Trendfolgekonzepte beruhen auf der Überlegung, dass vergangene Kursbewegungen Muster aufweisen, die Informationen über die Richtung und die Stärke der zukünftigen Entwicklung beinhalten. In diesem Zusammenhang liegt das Augenmerk auf der Identifikation von gerichteten Kursbewegungen (Trends). Fundamentale Ansätze fußen hingegen auf der Überlegung, dass bestimmte Strukturgrößen wie makroökonomische Kennzahlen oder Bewertungskennzahlen die weitere Entwicklung der Kurse aufzeigen können. Hier ist implizit die Ableitung eines „fairen Wertes“ bzw. einer erwarteten Rendite enthalten. Beide Ansätze sind

Deka - Taktische Asset Allocation - IM SPANNUNGSFELD NIEDRIGER ZINSEN UND HOHER VOLATILITÄT

Equity Global – Mixed Asset - Flexible

in vielfältigen Ausprägungen in der Praxis verbreitet. Die Unterschiede der beiden Anlagephilosophien können jedoch auch zu Divergenzen in der Anlageempfehlung führen.

Im Folgenden wird die Struktur und Wirkungsweise dieser beiden Konzepte im Kontext einer strukturierten quantitativen Anlagephilosophie beschrieben und der Mehrwert einer systematischen Stildiversifikation herausgearbeitet. Ein quantitatives Anlagekonzept beruht auf einem strikt regelgebundenen Investmentprozess und überführt mittels vorab fixierter Regeln und Modelle die Rendite- und/oder Risikoeinschätzungen in ein investierbares Portfolio, das diszipliniert und konsistent umgesetzt wird. Solche regelbasierten Ansätze ermöglichen eine systematische Teilhabe an der Kapitalmarktentwicklung und vermeiden gleichzeitig emotional getriebene Eingriffe des Fondsmanagements. Relativ unbeachtet bleibt meist das Diversifikationspotenzial, das mit einer Mischung aus verschiedenen Anlagestilen in der taktischen Asset Allocation verbunden ist. Wir veranschaulichen diesen komplementären Charakter anhand eines abschließenden Beispiels.

Anforderungen an ein Trendfolgekonzept

Die grundsätzliche Funktionsweise eines Trendfolgers spiegelt bereits dessen Name wider. Ziel ist es, Trends an den Kapitalmärkten zu identifizieren und durch eine entsprechende Positionierung möglichst lange daran zu partizipieren. Die Anlagestrategie „folgt“ einem Trend, sobald sich dieser erkennbar ausgeprägt hat. An Trends besteht auf den Kapitalmärkten wirklich kein Mangel: Rückblickend war beispielsweise der DAX durch einen langen Aufwärtstrend zwischen 2003 und 2007 gekennzeichnet. Diesem folgte bis Frühjahr 2009 eine scharfe Abwärtsbewegung, der sich eine deutliche Erholungsphase anschloss. Ebenso sind auf der Rentenseite regelmäßige Muster zu beobachten. So kam es seit Anfang der Achtziger Jahre zu einem dauerhaften Rückgang der Renditen und damit zu steigenden Kursen. Wurde diese Entwicklung unterbrochen, dann immer mit einem für mehrere Monate oder sogar Jahre dauernden Zyklus steigender Renditen. Für den Einsatz von Trendfolgern ist ein solches Umfeld prädestiniert, denn wie heißt es so schön in Anlegerkreisen: „The trend is your friend“.

Ein genereller Vorteil eines Trendfolgekonzeptes liegt in der relativ geringen Datenanforderung, da oftmals historische Kurs- oder Preiszeitreihen zur Umsetzung ausreichen. Die eigentliche Herausforderung besteht allerdings darin, einen Ansatz zu entwickeln, welcher die Trendbewegungen der Märkte korrekt identifizieren kann. Denn wie unterscheidet sich ein echter Trend von einer erratischen Schwankung? Analysiert man über einen zu kurzen Zeitraum, so kann sich der vermeintliche Trend womöglich als Strohfeuer erweisen. Ist die Zeitspanne zu lang, geht zu viel Performance verloren, bis ein Einstieg erfolgt. Eine weitere wesentliche Frage: Wie soll sich ein Trendfolger eigentlich in Seitwärtsmärkten positionieren?

Praxisnahe Gestaltung von Trendfolgekonzepten

Bei der Entwicklung von Trendfolgestrategien ist es daher essentiell, die skizzierten Anforderungen aufzugreifen. So empfiehlt es sich, die historische Kurs- oder Preisentwicklung exponentiell zu berücksichtigen. Die aktuellen Kurse werden somit stärker als die länger zurückliegenden gewichtet. Trendmuster können somit über einen langen Zeitraum berücksichtigt werden; gleichzeitig wird der aktuellen Entwicklung als Einstiegs- oder Ausstiegssignal ein hohes Gewicht beigemessen. Das ungünstigste Umfeld für einen Trendfolger ist ein seitwärts verlaufender Markt mit hoher Volatilität. In diesem Fall besteht die Gefahr, vermehrt Fehlentscheidungen zu treffen.

Um die Folgen von Fehlentscheidungen zu minimieren, ist es ratsam einen geeigneten sicheren Hafen in der Portfoliokonstruktion zu verankern. Bei hoher Prognoseunsicherheit (wie in einem Seitwärtsmarkt) kann dann eine Neutralposition eingenommen werden, also eine Anlagemischung, die im Allgemeinen relativ wenig Risiko in sich birgt. Dadurch reagiert ein solcher Ansatz bewusst nicht auf jede „Zuckung“ der Märkte und verringert so das Verlustpotenzial.

Geeignete quantitative Trendfolgeansätze berücksichtigen diese Überlegungen: Kern der Ansätze bilden proprietäre Indikatoren, die eine hohe Qualität bei der Erkennung von Trends aufweisen. Diese Indikatoren geben Aufschluss darüber, ob sich der analysierte Kapitalmarkt in einer Aufwärts- oder Abwärtsphase befindet. Daneben gehen weitere Informationen in die jeweilige Positionierung ein, die

Aufschluss über die Beständigkeit des Trends sowie die Güte der Trenderkennung geben. Alle diese Informationen können anschließend aggregiert und in eine Allokationsentscheidung überführt werden.

Die Prognose als Basis fundamentaler Anlagekonzepte

Im Gegensatz zu einem rein preisbasierten Trendfolgeansatz beruhen fundamentale Anlagekonzepte auf der Annahme, dass eine Beziehung zwischen makroökonomischen Größen und Preisen besteht und sich aus deren Analyse entsprechend ein fairer Wert oder eine Renditeerwartung ableiten lässt. Die Kunst besteht darin, die Flut von Informationen an den Märkten zu erfassen, zu verdichten und dann kontrollierte und nachvollziehbare Entscheidungen abzuleiten.

Grundlegend bei der Konstruktion eines fundamentalen Prognoseansatzes ist die Beobachtung, dass Risikoprämien auf dem Kapitalmarkt keineswegs konstant sind, sondern im Zeitablauf schwanken. Ihre Prognose muss diesem Umstand Rechnung tragen und es eignet sich daher insbesondere ein auf Fundamentaldaten beruhendes, bedingtes Kapitalmarktmodell, das die Schätzung zeitvariabler Risikoprämien erlaubt. Ein solcher quantitativer Prognoseansatz modelliert die Risikoprämien und deren Schwankungen mittels fundamental-ökonomischer Größen wie etwa Konjunkturerwartungen oder Bewertungsgrößen. In Abb.1 wird beispielhaft die Aktienmarktprognose für den deutschen Markt nach wesentlichen Einflussfaktoren strukturiert: Als Faktoren kommen die Veränderungen des Weltaktienmarktes, Zinsen, Währungen und Rohstoffe zum Einsatz.

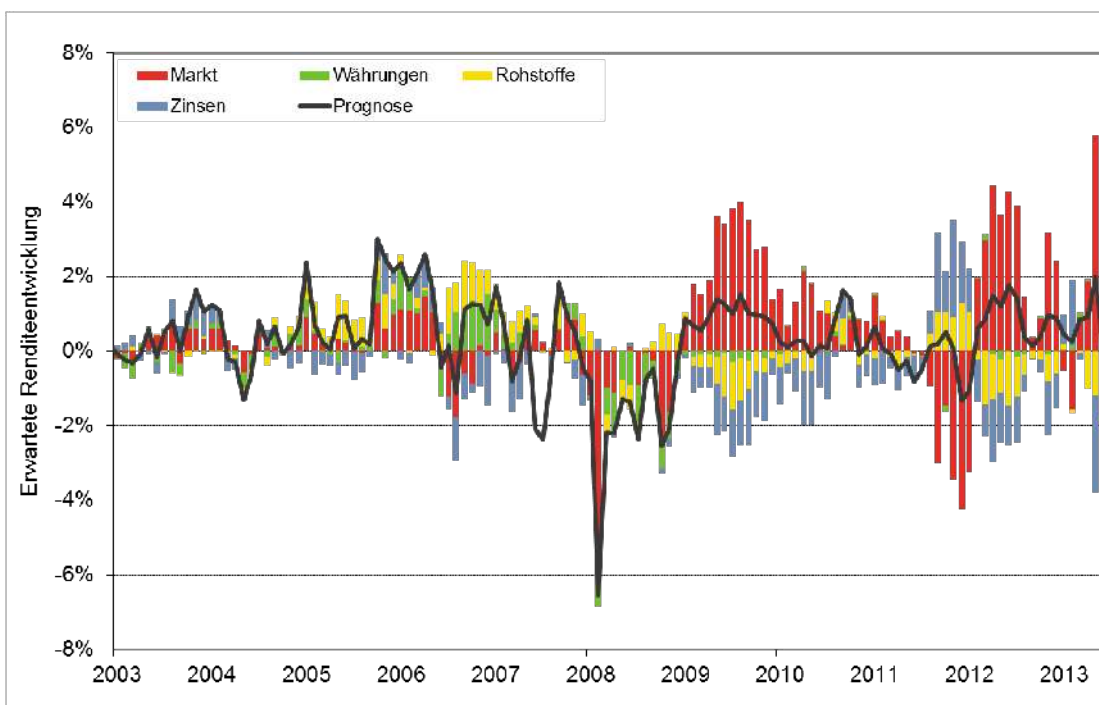


Abb.1 : Erwartete Renditeentwicklung für den MSCI Deutschland

Es fällt auf, dass die Prognosen die wesentlichen Schwächephase am Aktienmarkt (ab 2007 und 2011) jeweils gut identifizieren konnten. Analog der Vorgehensweise bei den Trendfolgekonzepten sollte auch bei fundamentalen Ansätzen die Güte der Prognosen fortlaufend anhand von Gütekriterien wie z.B. ihrer Trefferrate evaluiert werden. Die Trefferrate gibt an, in wie vielen Fällen die Richtung der Marktprognose mit der dann folgenden Marktbewegung übereinstimmt. Neben dieser Information ist mindestens genauso wichtig zu analysieren, welches Ausmaß die richtig bzw. falsch prognostizierten Marktbewegungen aufweisen. So könnte es etwa sein, dass zwar eine hohe Trefferrate hinsichtlich der Markttrichtung vorliegt, aber dennoch große Marktbewegungen verpasst werden. Abb.2 zeigt für den deutschen Aktienmarkt auf, wie gut die monatlichen Marktentwicklungen durch das skizzierte Prognosemodell im Zeitablauf erfasst wurden.

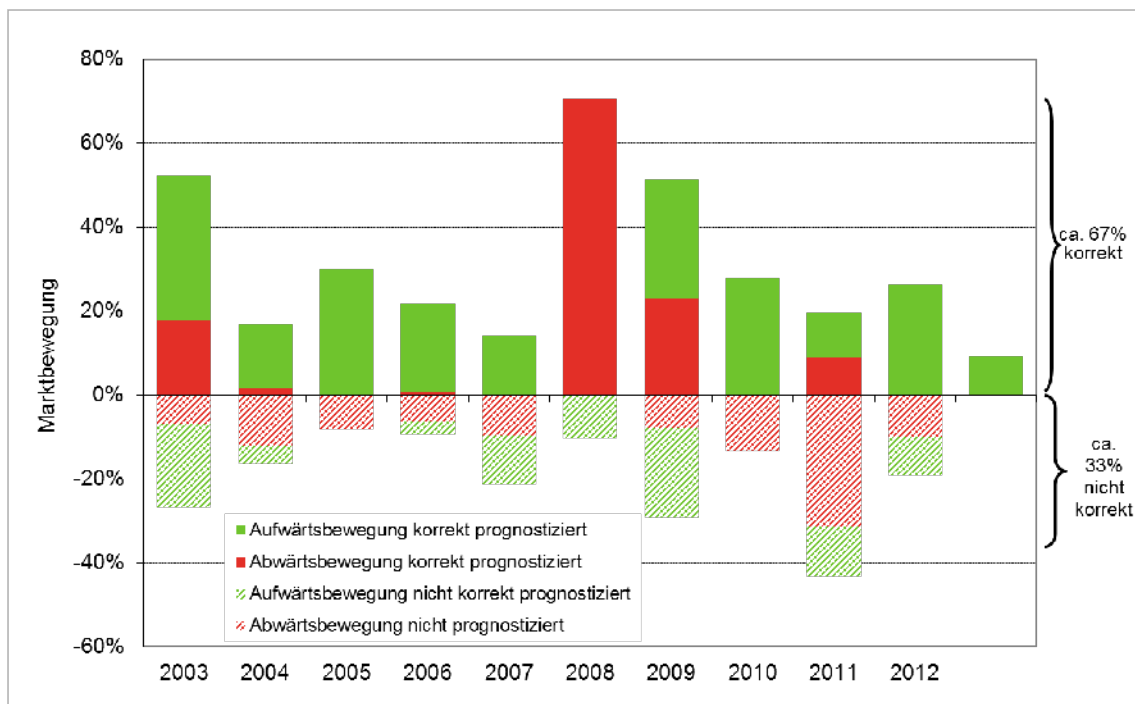


Abb.2 : Prognoseanalyse für den MSCI Deutschland

Im Jahr 2008 beläuft sich etwa die Summe der positiven Monatsrenditen (Aufwärtsbewegungen) auf ca. 10%, die Summe der negativen Monatsrenditen (Abwärtsbewegungen) auf ca. -71%. Die daraus resultierende absolute Marktbewegung für 2008 beläuft sich folglich auf ca. 81%. Zwar konnte das Modell die wenigen Monate mit einer positiven Wertentwicklung nicht identifizieren, jedoch lag es bei allen Monaten mit einer negativen Wertentwicklung richtig und konnte so den größten Teil der Marktbewegung in 2008 antizipieren. Über den gesamten Evaluationszeitraum wurden im Durchschnitt ca. 67% der Marktbewegungen korrekt prognostiziert.

Von der Prognose zur Allokation

Im nächsten Schritt gilt es, die Prognosen entsprechend der aktuellen Risikoschätzung in ein investierbares Portfolio zu überführen. Zur Ermittlung der Allokationsstruktur bietet sich in einem fundamentalen Anlagekonzept eine Black-Litterman-Optimierung an. Darin werden explizit folgende Merkmale miteinander verknüpft:

- die Markteinschätzung aus dem Prognosemodell
- das Risiko der einzelnen Märkte und deren Korrelation
- die Unsicherheit der Prognosen

Die Risikoschätzung umfasst damit sowohl eine Analyse der investierbaren Kapitalmärkte als auch der Güte der verwendeten Prognosen. Die Idee des Black-Litterman-Ansatzes ist es, die eigenen Prognosen mit sogenannten impliziten Renditen zu mischen. Implizite Renditen lassen sich mittels einer Umkehroptimierung aus einer zuvor festgelegten Wertpapiermischung (z.B. einer Benchmark oder einer Neutralposition) ableiten. Sie spiegeln die Markterwartungen wider, die vorliegen müssen, damit die gewählte Wertpapiermischung aus einer Optimierung resultiert. Als Mischungsterm zwischen den eigenen Prognosen und den impliziten Renditen fungiert im Black-Litterman-Ansatz die Güte der eigenen Prognosen. Im Regelfall schwankt die Prognosegüte sowohl zwischen den Märkten als auch im Zeitablauf. In Zeiten geringer Prognosegüte wird die implizite Rendite eine höhere Bedeutung besitzen und der Fonds kann bspw. eine sicherheitsorientierte Positionierung einnehmen. In Phasen mit höherer Prognosegüte haben die eigenen Prognosen einen stärkeren Einfluss auf das

Deka - Taktische Asset Allocation - IM SPANNUNGSFELD NIEDRIGER ZINSEN UND HOHER VOLATILITÄT

Equity Global – Mixed Asset - Flexible

Optimierungsergebnis. Damit lassen sich ökonomisch fundierte und vor allem stabilere Portfoliogewichte ableiten. Die Eigenschaft des Black-Litterman-Ansatzes, die Schwankung in der Prognoseleistung aufzugreifen und sich im Extremfall auf einen „sicheren Hafen“ zurückzuziehen, trägt somit zu einer deutlichen Verstetigung des Investmentprozesses bei.

Stildiversifikation von technischer und fundamentaler Asset Allocation

Sowohl das skizzierte Trendfolge- als auch das fundamentale Anlagekonzept betonen das Risikomanagement als integralen Bestandteil der Anlagephilosophie. In beiden Ansätzen wird neben dem herkömmlichen Markt- auch ein hohes Augenmerk auf das Prognoserisiko gelegt. Ungeachtet dessen spielen beide Ansätze ihre Stärken in unterschiedlichen Marktphasen aus: Technische Indikatoren können oft das Sinken der Risikoprämie im Scheitelpunkt einer Konjunkturphase identifizieren, während fundamentale Modelle eher den Anstieg nach dem Konjunkturtief aufgreifen. Diese Eigenschaft kann im Rahmen einer sogenannten Stildiversifikation verwertet werden. Während das Stichwort Diversifikation oftmals nur mit einer geeigneten Mischung aus Anlageklassen in Verbindung gebracht wird, fokussiert sich die Stildiversifikation auf eine geeignete Mischung unterschiedlicher Strategien bei einem ähnlichen Anlageuniversum. Ein gutes Beispiel hierzu ist die im Aktienbereich angesiedelte Stildiversifikation zwischen den Anlagestilen „Growth“ versus „Value“ oder „Small Cap“ versus „Large Cap“. Relativ wenig Augenmerk wurde bislang jedoch auf eine Stildiversifikation im Rahmen breit investierender Asset Allocation Ansätze gelegt.

Um das Diversifikationspotenzial zwischen den verschiedenen Ansätzen zu illustrieren, kombinieren wir im Folgenden ein Trendfolgekonzept mit einem quantitativ-fundamentalem Ansatz. Eine gute Basis dafür ist der *Deka-Euroland Balance*, ein nach einem quantitativen Trendfolgeansatz gesteuerter Publikumsfonds, sowie der quantitativ-fundamental gesteuerte Publikumsfonds *Deka-Kommunal Euroland Balance*. Konkret betrachten wir dabei zwei defensiv ausgelegte Anlagestrategien, die eine maximale Aktienquote von 30% anstreben können. In beiden Fällen fokussiert sich das Anlageuniversum auf europäische Aktien- und Rentenmärkte. Trotz des ähnlichen Anlageuniversums weisen beide Anlagekonzepte nur einen vergleichsweise geringen Korrelationskoeffizienten von ca. 0,57 auf. Abb.3 zeigt den Performanceverlauf der Einzelkonzepte sowie einer gleichgewichteten Mischung. Eine Gleichgewichtung der Anlagekonzepte empfiehlt sich insbesondere aus portfolio-theoretischen Überlegungen, da so im Durchschnitt die varianz-minimale Mischung angestrebt wird. Relativ zu europäischen Renten zeigen schon beide Einzelkonzepte eine geringere Volatilität in Höhe von ca. 3,4% bis ca. 3,6% auf. Ihre Mischung führt aufgrund des Diversifikationspotenzials zu einer weiteren Verstetigung des Performanceprofils, sodass sich die Volatilität auf 3,1% im Untersuchungszeitraum reduziert.

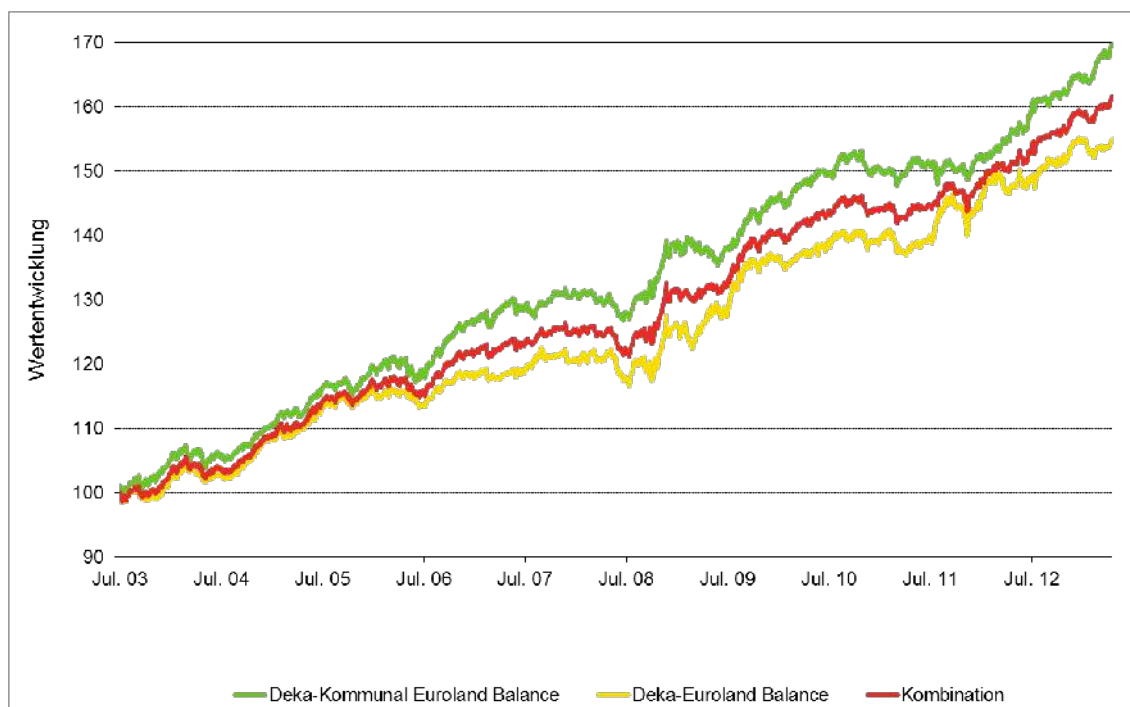


Abb.3: Wertentwicklung taktischer Asset Allocation-Konzepte

Die Volatilität ist jedoch nur ein erster Maßstab zur Beurteilung des Risikos einer Anlagestrategie. Eine weitere - für den Anleger zentrale - Größe ist der maximale Drawdown, also der maximale Verlust der in einer gegebenen Anlageperiode zu verkraften ist. Diese Größe ist in Abb.4 für die gleichgewichtete Anlagemischung sowie zwei passive Vergleichsanlagen herausgearbeitet:

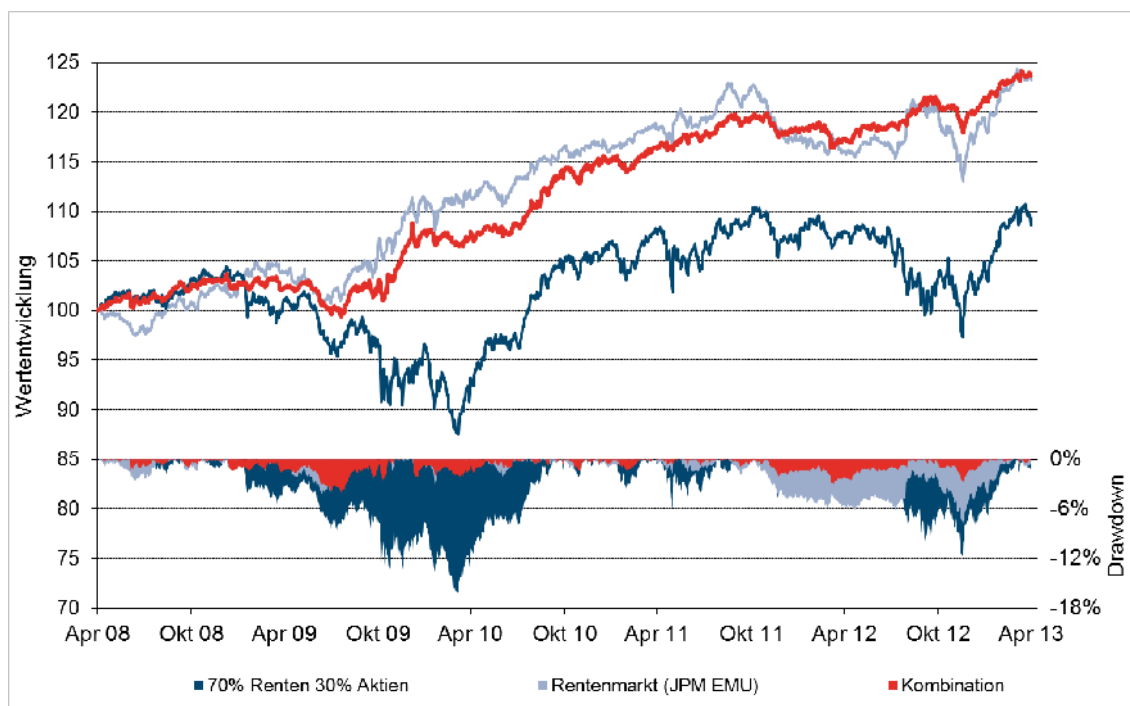


Abb.4 : Maximum Drawdown im Zeitablauf

Der maximale Verlust der Anlagemischung beläuft sich im Betrachtungszeitraum auf nur -4,1%. Zum Vergleich: Eine statische Anlage in 70% europäische Renten und 30% europäische Aktien hätte einen

maximalen Verlust von -16,2% erzeugt. Aber auch eine vermeintlich sichere Anlage in europäische Renten weist in der Spitze einen maximalen Verlust von über 8% auf.

Fazit

Die Asset Allocation befindet sich aktuell in einem Spannungsfeld aus niedrigen Zinsen und starken Marktschwankungen. Geeignete Anlagekonzepte müssen diesem Umstand Rechnung tragen, um einen Mehrwert für den Anleger zu generieren. Die Lehren aus den vergangenen Jahren zeigen, dass neben einer flexiblen Allokationssteuerung insbesondere auf der Risikomanagementseite ein Umdenken erforderlich ist: Eine reine Fokussierung auf Marktrisiken kann sich als unzureichend erweisen. Hier ist es notwendig auch die Stärken und Schwächen des eingesetzten Anlagekonzeptes zu berücksichtigen und damit einen Fokus auf das inhärente Prognoserisiko zu legen. In diesem Zusammenhang wird eine Stildiversifikation in der taktischen Asset Allocation meist nur stiefmütterlich behandelt. Dabei kann bereits eine einfache Mischung technischer und fundamentaler Anlagekonzepte zu einer nachhaltigen Verstetigung der Performance und damit zu einer Schonung des Risikobudgets führen.

SPONSORENPROFIL

Das quantitative Fondsmanagement der Deka Investment GmbH ist mit 32 Mitarbeitern und rund 29 Mrd. EUR in ca. 270 Publikums- und Spezialfonds einer der größten Anbieter in Deutschland und Europa. Die internationale Mandantenstruktur reicht von institutionellen Anlegern wie Banken, Sparkassen, Pensionsfonds, Unternehmen und Stiftungen über Private Banking und Family Offices bis hin zum Privatkunden.

Das Leistungsspektrum erstreckt sich von benchmarknahen Produkten in Aktien, Staatsanleihen und Unternehmensanleihen über Asset Allocation Produkte und Overlaymanagement bis hin zu strukturierten Anlageformen. Allen Anlagestrategien gemein ist ein stringenter und transparenter Investmentprozess, der durch ein diszipliniertes Risikomanagement abgerundet wird.



DJE Kapital AG - Zyklusverschiebung, Fundamentalwert und Börsenkurs

© Dr. Jens Ehrhardt, Dr. Jan Ehrhardt, DJE AG,
Prof. Dr. Leonhard Knoll, Universität Würzburg¹

I. Einleitung

Schwankungen an der Börse sind kein neues Phänomen. Allerdings hat die Volatilität an den Börsen in den letzten Jahrzehnten tendenziell spürbar zugenommen.² Diese Schwankungen sind bei konjunkturabhängigen Werten besonders deutlich ausgeprägt. Dies ist grundsätzlich nachvollziehbar, aber es stellt sich natürlich die Frage, bis zu welchem Ausmaß eine solche Wellenverstärkung bei „Zyklikern“ aus der Perspektive fundamentaler Aktienbewertung gerechtfertigt ist, wenn man tatsächlich konjunkturrelevante Schwankungsphänomene betrachtet und andere Volatilitätsaspekte ausblendet, die auch zyklisch eher unempfindliche Unternehmen treffen.

Die folgenden Ausführungen widmen sich dieser Frage. Dabei wird zunächst identifiziert, was realistischerweise als Wesen einer kursbeeinflussenden Konjunkturänderung anzusehen ist (Kapitel II). Gemäß dieser Klärung wird dann anhand von abstrakten Referenzberechnungen das plausible Ausmaß der Änderung des Fundamentalwerts einer betroffenen Aktie ermittelt (Kapitel III). Daraufhin werden diesen Ergebnissen die tatsächlichen Kursveränderungen von Zyklikern gegenüber gestellt, um die eingangs gestellte Frage zu beantworten bzw. die empirischen Befunde im Licht der theoretischen Vorgaben zu kommentieren (Kapitel IV). Ein kurzes Resümee beschließt die Ausführungen (Kapitel V).

II. Konjunktur und Struktur

Zykliker sind Unternehmen, deren Geschäftstätigkeit in überdurchschnittlichem Ausmaß vom allgemeinen Konjunkturzyklus abhängig ist. Zyklische Abhängigkeiten sind kein auf die Ökonomie beschränktes Phänomen. Ganz allgemein werden sie zumeist auf der Basis trigonometrischer Funktionen modelliert. Graphisch ergibt sich dann eine Kurve, die wesentlich durch die Länge L des Zyklus (bzw. oft umgekehrt durch eine Frequenz dimensioniert) und die Amplitude A der jeweils im Zeitverlauf betrachteten Größe bestimmt wird. Abbildung 1 zeigt einen idealtypischen Verlauf:

¹ Die Verfasser danken Florian Bohnet für wertvolle Unterstützung in der Auswertung der Daten.

² Vgl. bspw. für Deutschland Welt am Sonntag vom 20.6.2010, S. 44, oder für die USA

<http://seekingalpha.com/article/580701-are-stock-markets-becoming-more-volatile>. Interessant erscheint in diesem Zusammenhang u.a. die Rolle des Hochfrequenzhandels; vgl. bspw. Zhang, High-Frequency Trading, Stock Volatility, and Price Discovery, abrufbar unter: <http://ssrn.com/abstract=1691679> und Meng/Kirilenko/Sowers, A Multiscale Model of High-Frequency Trading, abrufbar unter: <http://ssrn.com/abstract=2046199>.

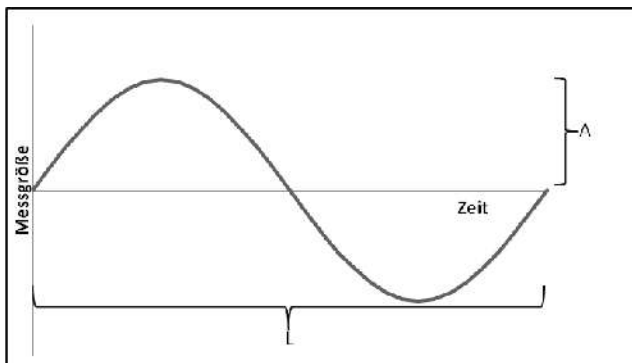


Abb. 1: Idealtypischer Zyklus

Änderungen können einen solchen Zyklus in verschiedener Form treffen. Dabei kann man natürlich zunächst an die elementaren Größen L und A denken. Indessen würde deren Veränderung die Struktur des Zyklus an sich verändern. Da echte Strukturveränderungen auch in der Wirtschaft relativ selten zu beobachten sind, bleiben als eigentliche Konjunkturänderungseffekte „Dehnungen“ oder „Stauchungen“ eines Zyklus derart, dass dieser entgegen der üblichen Entwicklung zeitweilig in einer Phase beharrt oder bestimmte Phasen überspringt, um dann „normal“ weiter zu laufen. Abbildung 2 zeigt für beide Alternativen je ein Beispiel.

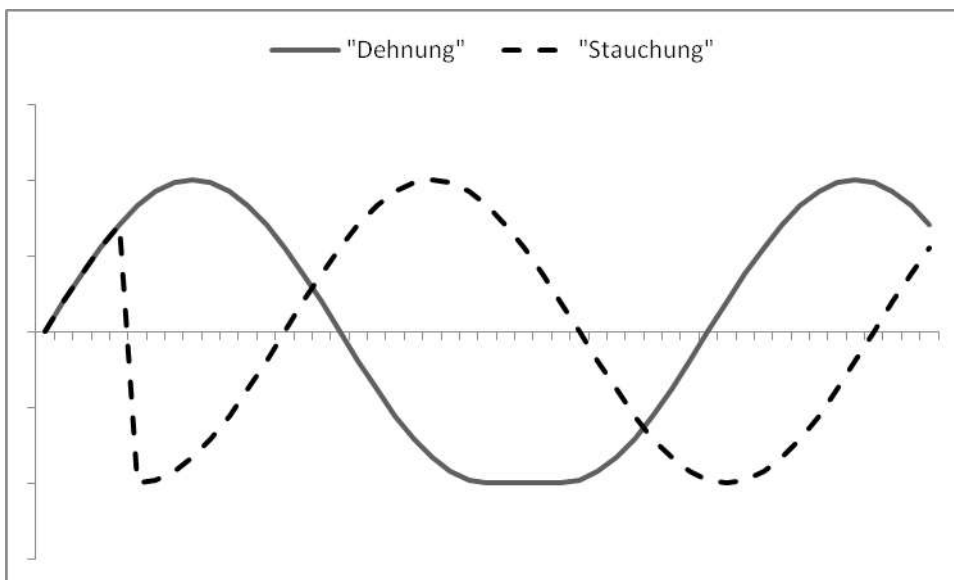


Abb. 2: Idealtypischer Konjunkturänderungseffekt durch einmalige „Dehnung“ bzw. „Stauchung“ des Zyklus

Repräsentiert die Messgröße den Umsatz oder gar den Cash Flow eines Unternehmens, so charakterisieren beide abgebildeten Beispiele eine für den Fundamentalwert sehr nachteilige Zyklusverschiebung. Bei der Dehnung wird eine Baisse verlängert und bei der Stauchung kommt es anstelle eines weiteren Aufstiegs in die Boomphase zu einem Abfallen auf den niedrigsten Zykluswert, was weitgehend der Situation entspricht, welche gerade in den letzten Jahren von Praktikern oft explizit oder implizit als Grund für drastische Kursrückgänge von Zyklikern an der Börse bemüht wird.

In vielen Bereichen sind Zyklen noch durch weitere Effekte überlagert. In wirtschaftlichen Belangen ist hier insbesondere strukturelles Wachstum zu nennen, das zyklusunabhängig ist und nominal und/oder real sein kann. Da Fundamentalwerte und Börsenkurse regelmäßig nominal ausgedrückt werden, sollte bei einer entsprechenden Analyse in jedem Fall ein allgemeiner Wachstumseffekt berücksichtigt werden.

Nach dieser elementaren Klärung der als konjunkturell und strukturell identifizierten Effekte sowie deren

Interaktion kann nun mit der Entwicklung eines einfachen Modells zur Berechnung von Referenzwerten für Änderungen des Fundamentalwerts aufgrund von Zyklusverschiebungen begonnen werden.

III. Quantifizierung realistischer Fundamentalwertänderungen

1. Vorbemerkungen

Der Fundamentalwert eines Unternehmens entspricht der Summe aller bis zu seinem erwarteten Ende, d.h. zumindest bei Kapitalgesellschaften regelmäßig ad infinitum, anfallenden diskontierten Cash Flows. Bei einer zyklusgeprägten Entwicklung dieser Cash Flows im Zeitverlauf entstehen zusätzlich zu dem normalerweise unterstellten exponentiellen Trend weitere Freiheitsgrade, welche die allgemeine Abschätzung maximaler Änderungen erschweren. Daher wird nachfolgend für die wertbestimmenden Parameter keine stetige Variation vorgenommen, sondern die Betrachtung auf unter qualitativen Aspekten relevant erscheinende Alternativen beschränkt.

Ausgangspunkt der Modellierung ist eine Cash Flow-Folge, deren Werte für die Unternehmenseigner jeweils am Periodenende zu realisieren sind. Für die Periode $t = 0$ erfolgt ohne Einschränkung der Allgemeingültigkeit eine Normierung des erzielten Cash Flows auf 1. In der Folge wird eine zyklische Schwankung in Form einer Sinus-Funktion modelliert, die von einem jährlichen Wachstum der Rate w überlagert wird. Damit ergibt sich für den Cash Flow C_t am Ende von Periode t :

$$C_t = \left(1 + A \cdot \sin\left(\frac{t}{L} \cdot 2\pi\right) \right) \cdot (1+w)^t \quad (1)$$

Zyklus mit Länge L
und Amplitude A
Wachstumstrend

Zur Ermittlung des Fundamentalwerts V_τ sind diese Cash Flows mit dem Kalkulationszins k ($> w$) auf den Bewertungszeitpunkt τ abzuzinsen und dann aufzuaddieren. Bei ex ante unbeschränktem t ergibt sich entsprechend:

$$V_\tau = \sum_{t=\tau+1}^{\infty} \frac{C_t}{(1+k)^t} \quad (2)$$

Vorliegend stehen Änderungen dieses V_τ durch spontane Änderungen der Konjunktur im Zentrum des Interesses. Wird der durch die Konjunkturänderung bewirkte neue Fundamentalwert durch ein Dach gekennzeichnet, so ergibt sich für die gesuchte Größe:

$$\Delta V_\tau = \frac{\hat{V}_\tau}{V_\tau} - 1 \quad (3)$$

Für die wesentlichen Ergebnisse wird es sich dabei als günstig erweisen, dass sich der Fundamentalwert unter den vorliegenden Verhältnissen noch auf eine weitere Weise berechnen lässt.³ Dazu wird der Diskontierungsprozess zweigeteilt. Zunächst wird der Barwert aller auf den Bewertungszeitpunkt folgenden Cash Flows eines Zyklus ermittelt und dann wird die Folge der auf den Bewertungsstichtag diskontierten Zyklusbarwerte aufaddiert. Sei also

$$B_\tau = \sum_{t=\tau+1}^{\tau+L} \frac{C_t}{(1+k)^t} = \text{Zyklusbarwert im Bewertungszeitpunkt } \tau, \quad (4)$$

³ Grundsätzlich sind beliebig viele Formen einer wertäquivalenten Transformation des Barwerts denkbar, die freilich für die vorliegende Betrachtung nur bedingt Relevanz aufweisen. Als Beispiel mag hier die Annualisierung des Barwerts bis zum Erreichen des „eingeschwungenen Zustands“ anfallender Reinvestitionen dienen, vgl. IDW, WP-Handbuch 2008, Band II, Düsseldorf 2007, S. 96 f.

dann gilt für den Fundamentalwert V_τ einer ewigen Folge von Zyklen

$$\begin{aligned}
 V_\tau &= B_\tau + B_\tau \cdot \left(\frac{1+w}{1+k}\right)^L + B_\tau \cdot \left(\frac{1+w}{1+k}\right)^{2L} + \dots \\
 &= B_\tau \cdot \sum_{k=0}^{\infty} \left(\frac{1+w}{1+k}\right)^{k \cdot L} = B_\tau \cdot \sum_{k=0}^{\infty} \left(\left(\frac{1+w}{1+k}\right)^L\right)^k \\
 &= B_\tau \cdot \frac{1}{1 - \left(\frac{1+w}{1+k}\right)^L}
 \end{aligned} \tag{5}$$

Da L , w und k annahmegemäß unabhängig davon sind, bei welchem Zeitpunkt man V_τ ermittelt, wird bei einer Quotientenbildung zwischen unterschiedlichen Fundamentalwerten wie in (3) der Bruch in (5) herausgekürzt und es bleibt nur der Quotient zwischen den jeweiligen Zyklusbarwerten, die gegenüber V_τ leichter zu berechnen sind. Außerdem sieht man hier sehr schön, dass es für die Wertänderung nur auf das Zusammenspiel von Diskontierung und Wachstum der L Cash Flows ankommt, die durch den Zyklus bzw. seine Abbildung über die Sinus-Funktion selbst generiert werden. Da beide Effekte über den Zyklus gegenläufig wirken, sind keine gravierenden Unterschiede zwischen den verglichenen Zyklusbarwerten zu erwarten, so dass bereits an dieser Stelle eine fundamentalanalytische Begründung für starke Kursausschläge schwer vorstellbar ist.

2. Der maximale Dehnungseffekt

Auf der Basis dieser Vorgaben kann nun zunächst die Größenordnung möglicher Dehnungseffekte abgeschätzt werden. Solche Dehnungseffekte treten wie beschrieben auf, wenn sich der Zyklus unerwartet nicht weiter entwickelt, sondern zeitweilig in einer bestimmten Phase verharrt. Im Gegensatz zur Stauchung erfreut sich diese Änderung des Konjunkturzyklus keiner großen Beliebtheit für die Erklärung starker Kursbewegungen von Zyklikern. Dennoch soll sie nachfolgend etwas eingehender betrachtet werden.

Prima facie ist zwar zu erwarten, dass der Dehnungseffekt am oberen und unteren Scheitel der Sinuskurve am deutlichsten ausfällt, doch ist zu beachten, dass sowohl durch die diskrete Natur der Perioden als auch durch den überlagernden Wachstumstrend nicht der Sinusverlauf aus den Abbildungen 1 bzw. 2 vorliegt. Daher wird für jede Periode innerhalb des in $t = 0$ beginnenden Zyklus der Wert von (3) wie folgt bestimmt:

$$\Delta V_\tau = \frac{\hat{V}_\tau}{V_\tau} - 1 = \frac{(C_\tau + V_\tau) \cdot \frac{1+w}{1+k}}{V_\tau} - 1 \tag{6}$$

Der veränderte Fundamentalwert ergibt sich also dadurch, dass der bisherige Perioden-Cash Flow noch einmal auftritt und die Vereinnahmung des Fundamentalwerts der originären Cash Flow-Folge eine Periode später erfolgt. Gegenüber den Ausgangswerten sind durch die Verschiebung um eine Periode sowohl C_τ als auch V_τ einerseits um die Wachstumsrate zu erhöhen und andererseits abzutinsen.

Für eine Evaluierung der Parameter mit realistischen Werten im Sinne der Bemerkungen aus Abschnitt III.1 ist insbesondere die Wahl von L etwas genauer zu überdenken, denn alle anderen Parameter lassen sich sowohl analytisch als auch rechentechnisch leichter in ihrer Wirkung erfassen. Nachfolgend wird grundsätzlich eine Zykluslänge von acht Jahren unterstellt, was zumindest gesamtwirtschaftlich einen relativ langen Zyklus unterstellt. Allerdings reichen Branchenzyklen teilweise sogar noch weiter und größere Zyklen sollten c.p. eine größere Bedeutung auf den Fundamentalwert aufweisen. Da nun vorliegend maximale Veränderungen abgeschätzt werden sollen, liegt es entsprechend nahe, für L einen tendenziell höheren Wert heranzuziehen.

Wählt man außerdem $k = 8\%$, $w = 3\%$, und $A = 33,33\%$ (d.h. ohne den Wachstumstrend würde das Maximum der Cash Flows doppelt so hoch wie das Minimum liegen), so ergeben sich die in Tab. 1 abgedruckten Befunde:

τ	C_τ	B_τ	V_τ	\hat{V}_τ	ΔV_τ
0	1,0000	6,62794	21,00083	20,98227	-0,00088
1	1,2728	6,75648	21,40812	21,63085	0,01040
2	1,4145	6,85057	21,70624	22,05037	0,01585
3	1,3503	6,97246	22,09246	22,35743	0,01199
4	1,1255	7,17504	22,73435	22,75523	0,00092
5	0,8860	7,46941	23,66706	23,41638	-0,01059
6	0,7960	7,81573	24,76439	24,37707	-0,01564
7	0,9400	8,14432	25,80555	25,50732	-0,01156
8	1,2668	8,39607	26,60322	26,57971	-0,00088

Tab. 1: Dehnungseffekte bei Verschiebung um eine Periode

Zunächst erkennt man an den mittleren vier Spalten sehr leicht, wie der Zyklus durch den Wachstumstrend überlagert wird, weil die Werte in der letzten Zeile nicht mit denen der ersten übereinstimmen. Wie erwartet zeigen sich die bedeutendsten Dehnungseffekte an den Scheitelpunkten. Vermutlich weniger erwartet ist ihr Ausmaß von knapp +/- 1,6%. Das legt eine Überprüfung der Größenordnung durch Variation der Parameter nahe. Ändert man folglich c.p. einen Parameterwert, so erhält man die Extrema der Dehnungseffekte gemäß Tab. 2:

	$w = 0$	$w = 5\%$	$k = 5\%$	$k = 10\%$	$A = 25\%$	$A = 50\%$
ΔV_τ - Max	0,02567	0,00942	0,00643	0,02197	0,01187	0,02386
ΔV_τ -Min.	-0,02517	-0,00934	-0,00639	-0,02158	-0,01175	-0,02338

Tab. 2: Dehnungseffekte bei c.p.-Variation einzelner Parameterwerte

Die Wirkungsrichtung aller Veränderungen entspricht plausiblen Erwartungen: Sowohl angesichts der Struktur von (6) als auch auf der Basis von Wachstums- und Diskontierungseffekten muss eine Erhöhung von w die Dehnung dämpfen und eine Erhöhung von k sie steigern. Da bei steigenden A die Bedeutung des extremen Cash Flows entsprechend erhöht wird, wächst der Dehnungseffekt entsprechend mit der Amplitude des Zyklus. Trotz der deutlichen Spreizung der Evaluation ändert sich die Größenordnung der Extremeffekte kaum: Gerade einmal zweieinhalb Prozent Kursänderung lassen sich bei der Annahme einer dauerhaft wachstumslosen Überschussfolge erklären.

Um den Vorwurf zu antizipieren, dass eine längere Dehnungsphase zu deutlich höheren Abweichungen im Fundamentalwert führen kann, sei schließlich eine Verschiebung um zwei Perioden unter entsprechender Modifikation von (7) vorgenommen. Dabei ergeben sich die folgenden Werte (vgl. Tab. 3 – „Original“ steht für die Ausgangsevaluation der Parameter in der Ein-Perioden-Verschiebung, in allen anderen Spalten erfolgte wiederum nur eine c.p.-Variation wie in Tab. 2):

	Original	w = 0	w = 5%	k = 5%	k = 10%	A = 25%	A = 50%
$\Delta V_{\tau} -$ Max	0,03097	0,04945	0,01858	0,01273	0,04253	0,02319	0,04662
$\Delta V_{\tau} -$ Min.	-0,03056	-0,04848	-0,01842	-0,01265	-0,04179	-0,02296	-0,04568

Tab. 3: Dehnungseffekte bei Verschiebung um zwei Perioden

Gegenüber der Ein-Perioden-Verschiebung kommt es zu einer knappen Verdoppelung der Beträge, aber dramatische Kursausschläge lassen sich auch damit nicht erklären, denn in keinem Fall wird eine Fundamentalwertveränderung von nur 5% erreicht.

3. Der maximale Stauchungseffekt

Umso interessanter erscheint ein Blick auf den unter plausiblen Annahmen zu erwartenden maximalen Stauchungseffekt, denn gerade in den letzten Jahren wurde die den ohnehin volatilen Markt noch deutlich übertreffende Schwankungsbreite in der Kursentwicklung von Zyklikern mit einem unerwarteten Bruch der konjunkturellen Aufwärtsbewegung begründet.

Bei der analytischen Untersuchung dieser Zyklusveränderung ergibt sich hinsichtlich des allgemeinen Wachstumstrends das Problem, dass der für ihn nötige Zeitablauf bei einer Stauchung gerade nicht gegeben ist: Die Stauchung bedeutet ja, dass die zwischenzeitlichen Zyklusperioden entfallen. Während man bei $w = 0$ entsprechend Abb. 2 einfach nur die unterschiedlichen V_{τ} miteinander vergleichen muss, um die maximale Fundamentalwertänderung zu ermitteln, müssen die Fundamentalwerte bei $w > 0$ um den unterschiedlichen Wachstumseffekt seit $t = 0$ bereinigt werden. Betrachtet man V_{τ} , so führt eine unmittelbare Stauchung des Zyklus um x Perioden zu:

$$\Delta V_{\tau} = \frac{\hat{V}_{\tau}}{V_{\tau}} - 1 = \frac{V_{\tau+x} \cdot (1+w)^{-x}}{V_{\tau}} - 1 = \frac{B_{\tau+x}}{B_{\tau} \cdot (1+w)^x} - 1 \quad (7)$$

Unter den getroffenen Annahmen kann man auch rechentechnisch einfacher für einen frei wählbaren Bewertungszeitpunkt τ alle $B_{\tau+x} \cdot (1+w)^{-x}$ mit $x \in \{0, 1, 2, \dots, 7\}$ ermitteln und dann die beiden Alternativen für einen Quotienten zwischen dem gefundenen Maximum und Minimum bilden. Nach Abzug von 1 erhält man jeweils $\Delta V_{\tau} - \text{Max}$ bzw. $\Delta V_{\tau} - \text{Min}$. Dabei erkennt man auch, dass diese von allgemeinem Wachstum unverzerrten Zyklusbarwerte ihr Maximum stets am Beginn eines Sinuszyklus und ihr Minimum in seiner Mitte aufweisen.

Bei einer Evaluierung der Parameter analog Abschnitt III.2 erhält man die in Tab. 4 abgedruckten Extrema.

	Original	w = 0	w = 5%	k = 5%	k = 10%	A = 25%	A = 50%
$\Delta V_{\tau} -$ Max	0,03969	0,06583	0,02323	0,01574	0,05580	0,02962	0,06013
$\Delta V_{\tau} -$ Min.	-0,03817	-0,06177	-0,02270	-0,01549	-0,05285	-0,02877	-0,05672

Tab. 4: Maximale Stauchungseffekte

Die Ergebnisse sind qualitativ vergleichbar mit den Dehnungseffekten. Lediglich der Betrag der maximalen Fundamentalwertänderung liegt nun etwas höher, jedoch weit davon entfernt, extreme Kursausschläge aus fundamentaler Perspektive zu erklären. Wegen der großen Beliebtheit dieses Arguments soll abschließend trotz der entsprechenden Ausführungen in Abschnitt III.2 noch eine Kontrollrechnung für einen wesentlich kürzeren Zyklus vorgenommen werden. Dazu wird $L = 4$ gewählt. Die zu Tab. 4 analog ermittelten Ergebnisse sind in Tab. 5 abgedruckt.

	Original	w = 0	w = 5%	k = 5%	k = 10%	A = 25%	A = 50%
$\Delta V_{\tau} -$ Max	0,02016	0,03301	0,01191	0,00811	0,02811	0,01508	0,03039
$\Delta V_{\tau} -$ Min.	-0,01976	-0,03196	-0,01177	-0,00804	-0,02735	-0,01486	-0,02950

Tab. 5: Maximale Stauchungseffekte bei L = 4

Offensichtlich kommt es bei einer Verkürzung des Zyklus c.p. zu einer Reduktion des Stauchungseffekts, so dass – wie durch die Ausführungen in Abschnitt III.2 erwartet – auch ein schnelleres Auf und Ab keine Basis für eine höhere Erklärungskraft bedeutender Kursausschläge bietet.

4. Zwischenfazit

Nach den bisherigen abstrakten Berechnungen ist klar, dass die identifizierten Konjunkturänderungseinflüsse auf den Fundamentalwert nur kleinere Kursbewegungen erklären können. Finanzmathematisch ist dies – wie am Ende von Abschnitt III.1 beschrieben – relativ einfach zu erklären, denn bei diesen Konjunkturänderungen werden idealtypisch nur Zinseffekte schlagend, die durch den unterstellten Wachstumstrend noch entsprechend gedämpft werden.

Dies widerspricht der bereits mehrfach beschriebenen Erfahrung der letzten Jahre und gibt daher Anlass, für einen längeren Zeitraum nach empirischen Befunden für Dehnungs- und Stauchungssituationen sowie den dort beobachtbaren Kursreaktionen zu suchen.

IV. Beobachtete Kursausschläge

Nach diesen konzeptionellen Überlegungen soll zumindest eine explorative empirische Untersuchung von Kursreaktionen auf konjunkturelle Dehnungs- und Stauchungssituationen durchgeführt werden, um die ohnehin als Ausgangspunkt dieser Studie dienenden Beobachtungen, die wahrscheinlich jeder Anleger in den letzten Jahren privat gemacht hat, auf eine solidere Basis zu stellen.

1. Grundsätzliche Probleme

Nicht nur wegen der unüberschaubaren Zahl potenzieller Fälle, sondern auch aufgrund der jeweils zu beachtenden idiosynkratischen Bedingungen scheidet hierfür zunächst eine Betrachtung des Kursverlaufs einzelner Aktien aus. Somit bleibt nur die Verwendung von Indizes, deren Reaktion auf konjunkturelle Dehnungs- und Stauchungssituationen zu erfassen ist.

Indessen kann dabei nicht nur eine absolute, sondern auch eine relative Wirkung untersucht werden, wenn man neben einen Index mit konjunktursensiblen Werten auch die korrespondierende Entwicklung des Gesamtindex und eines Index mit wenig von der Konjunktur abhängigen Aktien betrachtet.

Nur unter prohibitivem Umfang ist bei der Verwendung von Indizes das folgende Problem zu umgehen:

Beim Fundamentalwert einer Aktie geht es um die Überschüsse, die dem Eigentümer in der Zukunft zufließen. Insofern ist also grundsätzlich ein Kursindex relevant, doch tritt hier das Problem in einer relevanten Periode auftretender Dividendenzahlungen oder anderer bereinigungsnotwendiger Ereignisse auf. Daher wird man auf einen Performanceindex ausweichen, bei dem entsprechende Verwässerungseffekte durch die opération blanche korrigiert sind. Um die Bedeutung solcher Korrekturen zusätzlich einzugrenzen, liegt es nahe, Indizes aus den angelsächsischen Ländern für die Untersuchung heranzuziehen, da im Gegensatz zu Mitteleuropa Dividenden in diesem Raum oft in mehreren Tranchen – vorzugsweise als Quartalsdividende – ausgezahlt werden.

So bleibt abschließend nur noch die Problematik angemessener Konjunkturindikatoren zu besprechen. Die Entwicklung von Aktienindizes gilt selbst als Konjunkturindikator. Da sie zudem als vorangehender Indikator angesehen wird, kann für den Vergleich nur auf weitere Konjunkturindikatoren zurückgegriffen werden, die der eigentlichen Konjunkturentwicklung mindestens in gleichem Maße vorauslaufen. Dafür kommen grundsätzlich die Werte von Auftragseingängen o.ä. infrage. Teilweise gibt es aber auch Sammelindizes, in denen vorauslaufende Indikatoren integriert werden. In jedem Fall bietet es sich trotz der mittlerweile zu beobachtenden Globalisierung an, einen Konjunkturindikator aus demselben Land zu verwenden, für das auch der Aktienindex ermittelt wird.

2. Rahmendaten der empirischen Untersuchung

Unter Ansehung dieser Probleme wurde für die Aktienkursentwicklung der Performanceindex Russel 1000 als marktbreiter Index der USA herangezogen, auch weil er mit dem Russel 1000 Dynamic und dem Russel 1000 Defensive zwei breite Teilindizes aufweist, über die auch die relative Reaktion im oben beschriebenen Sinne gut zu erfassen sein sollte.

Als geeignete Konjunkturindikatoren wurden für die USA der ISM Manufacturing, der Philadelphia Fed Survey (nachfolgend „Phili Fed“; sowohl in der Basisversion als auch in der Alternative der 6-Monats-Vorschau) sowie der Sammelindex „Leading Indicators“ verwendet.

Da die Teilindizes des Russel 1000 erst ab Mitte 1996 verfügbar sind, wurde die Phase ab diesem Zeitpunkt bis Ende 2012 als Beobachtungszeitraum ausgewählt. Der gesamte Zeitraum erscheint nicht nur hinsichtlich der Kombination aus Länge und Repräsentanz für heutige Verhältnisse akzeptabel, sondern bietet auch die günstige Eigenschaft, dass er eine fast durchgehende Tendenz sinkender Kapitalmarktzinsen zeigt, so dass Änderungen einer diesbezüglichen langfristigen Trendumkehr als Einflussfaktor auf die Aktienkurse nicht zu beachten sind.

Die wichtigste Festlegung bleibt nun, repräsentative Veränderungen der Konjunkturindizes für die beiden Situationen „Dehnung“ und „Stauchung“ festzulegen, da eine Identifikation einzelner Fälle durch „Hinschauen“ nicht opportun erscheint. Insbesondere bei Stauchungen hat man dann das Problem, dass einerseits deutliche Veränderungen für eine abrupte Konjunkturänderung nötig sind, andererseits größere Barwertänderungen durchaus mit geringen Indexänderungen einhergehen können, die allerdings von einem Richtungswechsel (Steigen vs. Fallen) begleitet sind.⁴

Besteht man auf einem idealtypischen Verlauf, könnte man gegebenenfalls überhaupt keine empirische Entsprechung der aufgrund theoretischer Überlegungen definierten Begriffe finden; stellt man zu geringe Anforderungen, wird man fast nur Abfolgen von Dehnungen oder Stauchungen auf der Zeitachse finden. In der Tendenz wird man dabei aber eher Situationen aufgreifen, mit denen theoretisch noch geringere Werteffekte einhergehen dürften als in den Abschnitten III.2 und III.3 ausgewiesen.

Weil hier trotz dieses Zugeständnisses keine ausschließlich deduktive Abgrenzung möglich ist, wird man unter Plausibilitäts Gesichtspunkten eine halbwegs grobe Festlegung vornehmen müssen. Letztlich erscheint angesichts dessen und des rein explorativen Anspruchs der Arbeit das folgende Vorgehen sachgerecht:

- a) Da die verwendeten Konjunkturindizes unterschiedlich starke Ausschläge zeigen und unterschiedlich normiert sind, wird die Messung von Veränderungen für jeden Index so vollzogen, dass zunächst die über den gesamten Beobachtungszeitraum erzielte Spannweite⁵ durch die Differenz von höchstem und niedrigsten Wert ermittelt wird.
- b) Für den Fall der Dehnung wird nach gleitenden 6-Monats-Intervallen gesucht, in denen die analog gemessene Streubreite höchstens 5% der in a) gemessenen Streubreite ausmacht.

⁴ Vgl. die entsprechenden Ausführungen in Abschnitt III.3.

⁵ Bei einer perfekten Schwingung entspräche dies theoretisch der doppelten Amplitude.

- c) Für den Fall der Stauchung werden gleitende 6-Monatsintervalle gesucht, in denen die analog gemessene Streubreite mindestens 33% der in a) gemessenen Streubreite ausmacht.

In beiden Fällen wird jeweils die im gleichen Zeitraum erfolgte prozentuale Änderung des Aktienindex gemessen, um zu sehen, ob sich hier gegenüber den in Abschnitt III. abgeleiteten Referenzwerten deutliche Abweichungen ergeben, so dass der Rückschluss auf aus fundamentaler Betrachtung überzogene Reaktionen an der Börse nahe liegt.

Durch die Verwendung gleitender Durchschnitte ist eine „Verteilung“ des jeweiligen Dehnungs- bzw. Stauchungseffekts auf mehrere teilüberlappende 6-Monatsintervalle zu erwarten.

Dies ist indessen nicht unbedingt als Schwäche dieses Vorgehens anzusehen, denn die dabei gewonnenen Befunde führen zu einer Form von Kontrolle für die Wahl der Intervalllänge und der einzelnen gemessenen Performanceeffekte: Werden zu viele Überlappungen ausgewiesen, könnte die Referenzperiode von sechs Monaten bei Dehnungen zu kurz und bei Stauchungen zu lang bemessen sein, worauf im folgenden Abschnitt ebenfalls zurückzukommen sein wird.

3. Befunde

In Abb. 3 findet man die im Beobachtungszeitraum identifizierten Reaktionen der Russel-Indizes in Abhängigkeit der den obigen Vorgaben entsprechenden Veränderungen der verwendeten Konjunkturindizes. Für alle Teile der Abb. 3 und 4 gilt als Legende: Die Balken zeigen jeweils Veränderungen des Gesamtindex Russel 1000, die durchbrochene Linie Veränderungen des Teilindex „Dynamic“ und die durchgezogene Linie Veränderungen des Teilindex „Defensive“.

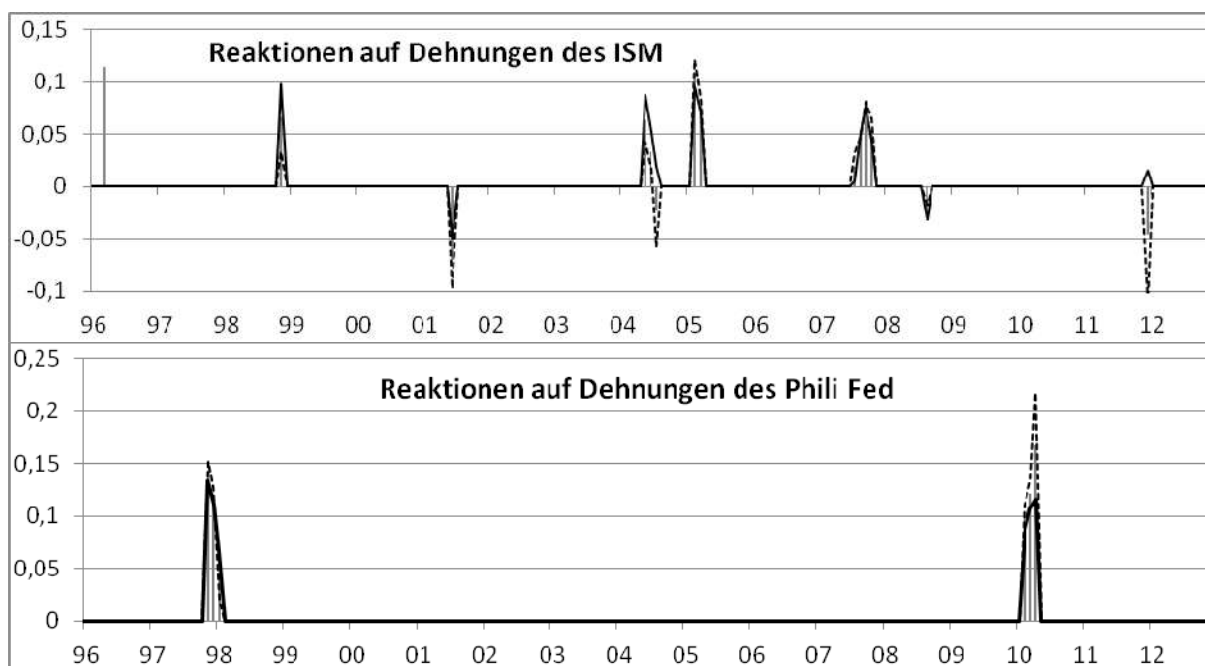


Abb. 3: Reaktionen der Aktienindizes auf Dehnungen der Konjunkturindizes

Zunächst ist festzuhalten, dass die fehlenden Darstellungen für den „Leading Indicators“- und den „Phili Fed 6 M Forecast“-Index darauf zurückzuführen sind, dass hier für keinen Zeitpunkt eine den Vorgaben entsprechende Dehnung diagnostiziert werden konnte. Weiterhin ist interessant, dass die Dehnungen in den anderen zwei Konjunkturindizes zu unterschiedlichen Zeitpunkten auftreten, so dass keine einheitliche Abbildung der erwarteten Konjunkturänderung vorliegt.

Was die eigentlich interessierenden Kursreaktionen angeht, liegen die meisten Fälle oberhalb der in Abschnitt III.2 ermittelten maximalen Wertänderungen, obwohl die dort unterstellten Dehnungslängen in den jeweiligen Zeiträumen kaum anzunehmen waren. Überraschend ist die fehlende Einheitlichkeit in der Reaktion der einzelnen Indizes. Zwar reagiert der Teilindex „Dynamic“ tendenziell am stärksten, doch lassen sich bei einzelnen Dehnungen auch Extrema durch die beiden anderen Konjunkturindizes ausmachen.

Damit wird für den Bereich der Dehnungen die erwartete Überreaktion zwar tendenziell, nicht aber hinsichtlich ihrer überragenden Bedeutung für konjunktursensible Aktien bestätigt. Die am Ende von Abschnitt IV.2 angesprochene Problematik von überlappenden Intervallen tritt zwar teilweise auf, doch sind insgesamt zu wenige Fälle beobachtbar, als dass man bei sechs Monaten von einer zu kurzen Referenzperiode sprechen müsste. Für die Akzeptanz der Referenzperiode spricht zudem auch die geringe Zahl der identifizierten Dehnungen, die bei einer Verlängerung über 6 Monate unter ein wegen des Status einer Sondersituation durchaus gewollt niedriges Niveau hinaus weiter sinken würde.

Eine korrespondierende Darstellung von Kursreaktionen auf Stauchungseffekte bietet Abb. 4.

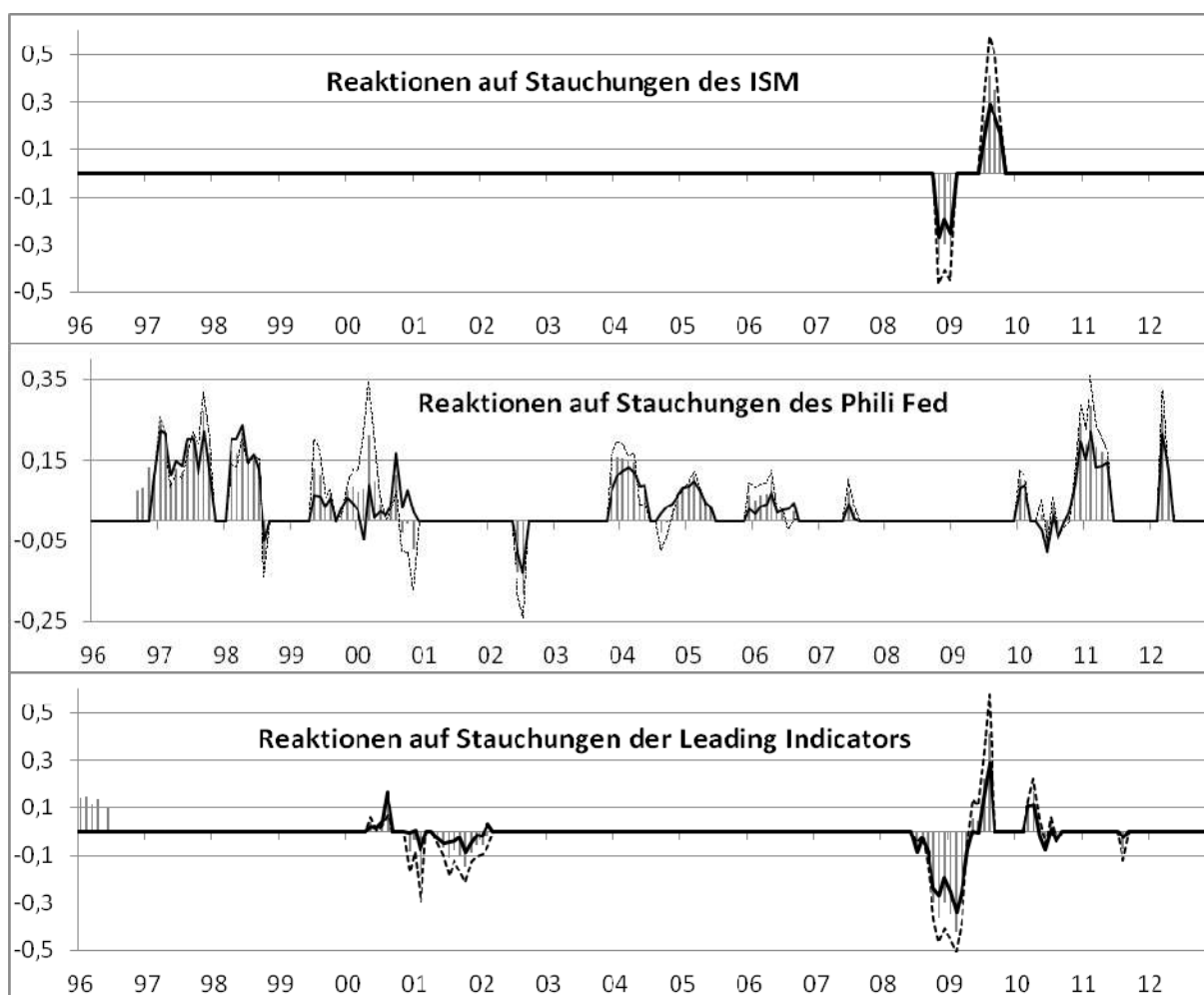


Abb. 4: Reaktionen der Aktienindizes auf Stauchungen der Konjunkturindizes

Nunmehr werden auch für die Indizes „Leading Indicators“ und „Phili Fed 6 M Forecast“ den Vorgaben entsprechende Situationen identifiziert. Wieder liegt hinsichtlich dieser Situationen keine gute Korrespondenz zwischen den Konjunkturindizes vor – noch am ehesten könnte man eine Ähnlichkeit bei den beiden Phili Fed-Indizes ausmachen.

Allerdings zeigen sich gegenüber den Reaktionen auf Dehnungen einige Unterschiede. Grundsätzlich werden mehr Stauchungen als Dehnungen identifiziert und es kommt auch zu mehr

Überlappungszeiträumen. Letzteres deutet darauf hin, dass für Stauchungen in der vorliegenden Konvention ein Zeitraum von 6 Monaten eher zu groß gewählt ist, denn offensichtlich wird eine für die Identifikation maßgebliche Reaktion in ein bis zwei Monaten dann in zu viele gleitende 6-Monats-Zeiträume übernommen. Allerdings wurde auf eine erneute Berechnung auf der Basis einer kürzeren Referenzperiode (z.B. 3 Monate) verzichtet, weil eine nachträgliche Änderung leicht der Gefahr methodischer Probleme ausgesetzt ist⁶ und die mit der vorliegenden Berechnung identifizierten Strukturen für die nachfolgend kurz berichteten Kernbefunde kaum Änderungen bei einem derartigen Neuansatz erwarten lassen.

Bei den Kursreaktionen liegen die meisten Daten wiederum außerhalb der theoretisch darstellbaren Wertänderungen, doch gibt es immerhin mehrere Befunde, die betragsmäßig zumindest noch unter den größten Extrema in Tab. 4 liegen. Außerdem liegt der Anteil an den größten Ausschlägen zwar beim Teilindex „Dynamic“, aber auch werden wieder weniger konjunktursensible Aktien und der Gesamtmarkt mitunter noch stärker getroffen. Lediglich bei den absoluten Spitzenausschlägen liegt nun eine uneingeschränkte Dominanz des „Dynamic“-Index vor. Dabei wird auch der Unterschied zwischen Fundamentalwert und Börsenkurs besonders deutlich: Die Veränderung eines ganzen Index um rund +/- 50% hat auch jenseits der in Kapitel III. beschriebenen Kalküle schon aus Plausibilitäts Gesichtspunkten nichts mehr mit dem Konjunkturlauf auf eine ewige Rente von Cash Flows zu tun. Andererseits zeigen diese Befunde aber neben der größeren Zahl der identifizierten Situationen, dass Stauchungen gegenüber Dehnungen das empirisch wichtigere Phänomen darstellen.

V. Resümee

Die vorliegende Studie beschäftigte sich mit dem nicht nur, aber insbesondere in den letzten Jahren zu beobachtenden Phänomen starker Kursreaktionen auf unerwartete Konjunkturentwicklungen. Diese Entwicklungen wurden als Dehnungen und Stauchungen des Konjunkturzyklus typisiert, um ein klar definiertes Objekt für die Untersuchung zu erhalten.

Im theoretischen Teil wurde über einen finanzmathematischen Kalkül gezeigt, dass weder Dehnungen noch Stauchungen zu hinreichend großen Wertänderungen führen, um vielfach beobachtete extreme Kursausschläge erklären zu können. Die letztlich allein auftretenden Zins- und Wachstumseffekte führen zu Barwertänderungen, die regelmäßig im niedrigen bis allenfalls mittleren einstelligen Prozentbereich liegen.

Zu einer empirischen Überprüfung der als Ausgangspunkt dienenden Beobachtungen wurden anschließend die Reaktionen des Russell 1000-Performanceindex sowie seiner beiden Teilindizes „Dynamic“ und „Defensiv“ auf verschiedene, tendenziell vorlaufende Konjunkturindizes untersucht. Dabei wurde die Tendenz zu Überreaktionen im Vergleich zu den theoretisch nahe liegenden Barwertänderungen bestätigt. Allerdings konnte eine besondere Bedeutung für konjunktursensible Unternehmen nur tendenziell, aber nicht durchgängig ausgemacht werden. Sowohl hinsichtlich der Fallzahlen als auch hinsichtlich der Wirkung auf die Aktienkurse erwiesen sich Stauchungen gegenüber Dehnungen als das empirisch bedeutendere Phänomen.

Trotzdem bleibt die Frage, was aus alledem folgt: Übersieht das vorgestellte Modell fundamentale Einflussgrößen oder folgen Kurse nicht nur fundamentalen Gesichtspunkten? Die Diskussion um derartige Alternativen ist nicht neu⁷ und wird natürlich nicht durch die hier erzielten Ergebnisse entschieden.

Trotzdem sprechen diese Ergebnisse ebenso wie täglich an den Börsen zu machende Beobachtungen dafür, dass Fundamentaldaten nur einen Teil der Kursbewegungen erklären können. Folglich werden

6 Vgl. bspw. die Ausführungen in Basler, Grundbegriffe der Wahrscheinlichkeitsrechnung und statistischen Methodenlehre, 11. Aufl. Heidelberg 1994, S. 258, zur dort so genannten „Versuchsplanungsregel“.

7 Vgl. bspw. den Artikel von Shiller, Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends?, AER 1981, S. 421-436, den darauf folgenden Kommentar von Marsh und Merton, AER 1986, S. 483-498, sowie die Antwort von Shiller, AER 1986, S. 499-503.

erhebliche Unterschiede zwischen theoretisch zu erwartenden und tatsächlich eintretenden Kursänderungen allzu oft als „weißes Rauschen“ interpretiert.

Problematisch wird dies insbesondere, wenn eine Reihe von Marktteilnehmern, die relativ einflussreich sind und nicht unabhängig voneinander agieren,⁸ von übergroßer Volatilität profitieren. Der Versuch, gerade in der jüngeren Vergangenheit beobachtete Volatilitätssteigerungen noch mit Effizienzüberlegungen zu verteidigen, erinnert daher mehr an des Kaisers neue Kleider als an eine unvoreingenommene Aufarbeitung der Realität. Insofern bedeuten die dargestellten Befunde bei allen zugestandenem Vorbehalten zumindest ein weiteres „Caveat!“ gegenüber blinder Marktgläubigkeit, die in ihren Ergebnissen nicht weniger gefährlich ist als blinder Regulierungswahn.

⁸ Dabei muss keineswegs explizit abgestimmtes Verhalten im Spiel sein. In der jüngeren Vergangenheit liegt vielmehr oft der Verdacht auf Anlagestrategien nahe, die ein höheres Momentum bis hin zum Herdenverhalten auf der Marktebene individuell ausnützen und kollektiv begünstigen; vgl. bspw. für den Hochfrequenzhandel Zhang, Fn. 21, S. 8, und Jarrow/Protter, A Dysfunctional Role of High Frequency Trading in Electronic Markets, International Journal of Theoretical and Applied Finance 2012, vol. 15(03), S. 1250022-1 bis 1250022-15.



Franklin Templeton - Erfolgreich in weltweite Nebenwerte investieren



- Ein Beitrag von Edwin Lugo, Franklin Equity Group, Franklin Templeton Investments

Kleine und mittlere Unternehmen stehen oft im Schatten der Blue Chips. Es lohnt sich jedoch, seinen Blick auch auf den Small- und Mid-Cap-Sektor zu richten, denn in den letzten 10 Jahren konnten globale kleine bis mittlere Werte mit 10,82% p.a. überzeugen – während der MSCI World Index im selben Zeitraum (per Ende April 2013) nur 7,1% p.a. erzielen konnte.

Im Small- und Mid Cap Sektor befinden sich hoch spezialisierte kleine Unternehmen mit überzeugenden Geschäftsmodellen und erfahrener Management, die oftmals Marktführer in ihren Nischen sind – das eröffnet großes Potenzial für Investoren, die in diese Werte investieren.



Quelle: Franklin Templeton Investments. Stand: 30.04.2013. **Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist weder eine Garantie noch ein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung.** Der Index wird jeweils lediglich zur Illustration einer Assetklasse aufgeführt.

Die Marktaussichten sind nach wie vor attraktiv: Kleine und mittlere Unternehmen bieten gute Chancen auf ein solides Kapitalwachstum, da diese oftmals stärker wachsen als größere, bereits etablierte Unternehmen. Ein weiterer Vorteil: Sie können schneller auf Marktveränderungen reagieren als Blue

Chips. Weil kleinere Unternehmen sich meist auf wenige Märkte oder Produkte konzentrieren, sind sie außerdem für Anleger besser überschaubar und dadurch berechenbarer. Doch aufgrund geringer Informationsversorgung bleiben Nebenwerte oft unbeachtet. Um die aussichtsreichsten Titel im Small- und Mid Cap-Sektor aufzuspüren, bedarf es deshalb eines erfahrenen Investment-Teams, das erfolgsversprechende Unternehmen entdeckt, bevor die breite Masse auf sie aufmerksam wird. Neben einem erfahrenen Team ist auch ein analytischer und einheitlicher Investmentansatz notwendig, um in diesem Segment Erfolg haben zu können. Dazu gehört eine sorgfältige und tiefgreifende Analyse des Geschäftsmodells sowie eine Analyse der Qualität des Managements. Ebenfalls sollten die Unternehmensbewertungen und die einschlägigen Bilanz- und Erfolgskennzahlen genau geprüft werden. Mein Team und ich verbringen etwa sechs bis acht Wochen mit der so genannten Bottom-up-Analyse, bis wir uns für oder gegen eine Investition entscheiden.

Das Resultat ist oftmals ein konzentriertes, aber diversifiziertes Portfolio mit attraktiv bewerteten Unternehmen hoher Qualität, die folgende drei Kriterien erfüllen müssen:

- Wachstum: Bei der Wertpapier-Auswahl liegt der Schwerpunkt auf hochwertigen Unternehmen mit hohem Ertragssteigerungspotenzial.
- Qualität: Solide Bilanzen und hohe Liquidität, gestützt auf ein Managementteam, das auf die Bildung von Shareholder-Value ausgerichtet ist.
- Evaluation: Strenge Bewertungsanalyse, um attraktiv bewertete Unternehmen auszuwählen.

Mehr Alpha dank konzentrierter Portfolios

Manager, die mehr Alpha erzielen wollen, verwalten häufig – und meist ohne Anlagebeschränkungen – konzentrierte Portfolios mit weniger als 50 Titeln. Es wird ausschließlich in die besten Ideen des Managers aus dem relevanten Anlageuniversum investiert. Konzentrierte Portfolios können Vorteile bieten, die die Fähigkeit eines aktiven Managers, zusätzlichen Wert zu erwirtschaften, verbessern sollte. Bei einer konzentrierten Zahl von Positionen können Analysten mehr Zeit für ausgiebiges Research jeder einzelnen Position aufwenden. Aufgrund der Research-Tiefe kann dies auch zu höherer Überzeugung von den Portfoliositionen führen. Das kann den Fondsmanager unter Umständen in die Lage versetzen, den Wert einer Aktie trotz volatiler Märkte vollständig zu realisieren.

Der Investmentprozess beginnt mit der Identifizierung von Growth-Unternehmen mit starken Marktpositionen, Nischenprodukten bzw. hohen Erträgen. Darüber hinaus führen wir eine tiefgründige und langfristige Analyse jedes Unternehmens durch. Die disziplinierte Bewertungstechnik soll vermeiden, dass Unternehmen guter Qualität zu teuer bezahlt werden. Die Wertpapiere bewerten wir immer auf der Grundlage eines fünfjährigen Anlagehorizonts. Der wichtigste Faktor der Wertanalyse ist das Verhältnis des derzeitigen Unternehmenswerts zu seinem künftigen oder langfristigen Gewinnpotenzial.

Meistens investieren wir zu einem Zeitpunkt in ein Unternehmen, wenn es zu einem sehr attraktiven „worst-case Preis“ gehandelt wird, also wenn es auf dem Markt gerade unbeliebt ist. Dank dieser Strategie ist die Wahrscheinlichkeit eines Investorserfolges höher, da davon auszugehen ist, dass sich jenes Unternehmen in einem Anlagezeitraum von fünf Jahren, welchen wir zugrunde legen, erholen wird oder eine Wertsteigerung erzielen kann.

Das 360°-Research-Verfahren

Wir setzen bei unserem Investmentprozess ein sogenanntes **360°-Research-Verfahren** ein. Mit anderen Worten: Wir betreiben ein fundamentales Tiefen-Research, um einen überzeugenden konzentrierten Ansatz zu unterfüttern.

In Team-Gesprächen über potenzielle Anlagechancen werden die fundamentalen Treiber einer Aktie ermittelt – die wirtschaftlichen Risiken, denen sie ausgesetzt ist – und auch, ob diesbezüglich möglicherweise Überschneidungen mit vorhandenen Positionen bestehen. Die Analyse geht über die üblichen Branchenklassifizierungen oder Länderauflistungen hinaus und berücksichtigt Faktoren, die

über die Ertragsströme eines Unternehmens bestimmen. Umsatztreiber, Kunden und Konkurrenten werden auf Ähnlichkeiten mit denen anderer Positionen hin abgeklopft. Kostentreiber werden derselben Prüfung unterzogen – etwa, ob das Unternehmen von Zellstoff, Erdöl oder anderen spezifischen Produktionsfaktoren abhängig ist, die sich auf seine fundamentale Situation auswirken.

Weitere Faktoren, die in die Analyse einfließen, sind die Wettbewerbslandschaft eines Unternehmens, seine Kapitalstruktur, die Aussichten auf Fusions- und Übernahmeaktivitäten sowie externe Faktoren. Ein detaillierter Einblick in solche Faktoren leistet einen maßgeblichen Beitrag zum Anlageverfahren des Teams. Dieses ist bestrebt, Positionen zu vergleichen und am Ende solche auszuwählen, deren wirtschaftliche Risiken sich seiner Ansicht nach nur begrenzt überschneiden und die möglichst nicht in direktem Wettbewerb zueinander stehen.

Fazit

Kunden, die Aktienmanager beauftragen, die konzentrierte Portfolios verwalten, nehmen in Kauf, dass diese in der Regel stärker von Referenzindizes abweichen - und unter Umständen mehr Risiken bergen können als breiter gestreute Portfolios. Mit diesen zusätzlichen Risiken geht jedoch die Chance einher, mehr Alpha zu generieren.

In dem Maße, in dem ein Investmentmanager für Ausgewogenheit zwischen dem Streben nach Alpha und einem tragbaren Risikoniveau sorgen kann, leistet er potenziell einen effektiven Beitrag zur Erreichung der Ziele von institutionellen Investoren.

Wir bieten Investoren einen alternativen Ansatz. Unsere konzentrierten Portfolios haben Diversifizierung und Korrelation im Fokus, sind aber gleichzeitig darauf abgestellt, die Grenzen standardmäßiger Risikomodelle zu überwinden, indem fundamentale Faktoren sorgfältig analysiert und verglichen werden. Durch den Aufbau von Portfolios aus Unternehmen, die bisher geringe Korrelation bei den Erträgen zeigen und direkten Wettbewerb vermeiden, erreichen wir ein angemessenes Diversifizierungsniveau – und können sein Potenzial zur Erwirtschaftung von Alpha über vollständige Marktzyklen hinweg verbessern.

Für Fragen wenden Sie sich bitte an Herrn Jan H. Müller, Institutional Sales Manager unter der Rufnummer 069-27223-552 oder per E-Mail an: institutional@franklintempleton.de.



Asset Management

Goldman Sachs - Advantage Equities - Why we think stocks can still win in a low return environment

What follows a bull market for bonds and equities?

Since the 2008 financial crisis, it has been easy for investors to turn their backs on equities. Fixed income investments have delivered higher returns than equity investments from 2000-2012 yet with volatility similar to cash.¹ With the combination of performance and perceived safety, fixed income funds lured net inflows of almost 50% of average assets under management from 2008-2012. Meanwhile, equity funds lost roughly 10% of assets in net outflows during the same time period² as global economic growth sputtered and the European debt crisis crawled into a fourth year. It hasn't felt like a bull market for equities—and yet it has been. Equities are sitting near all time highs.

Is it too late to buy equities? In our view, a low return environment for many asset classes is likely in the near term. Central banks around the world have pushed global interest rates near zero which, in turn, wipes out the risk-free return that normally enhances a risky asset's total return. Financial repression occurs when exceptionally low interest rates, combined with positive inflation, produce negative real yields for bonds.³ This dynamic is currently mispricing safety, risk and returns. In an environment of financial repression, equities remain a promising option for any investor seeking positive, inflation-adjusted returns.

We believe there are several factors in place that could give a relative advantage to equity markets in a low return world:

- Global economic growth is slowly picking up and low expectations leave room for upside surprises.
- Dovish central bank policies will continue to support equity valuations and markets.
- Equity valuations are reasonable, and in some cases low, particularly compared to other asset classes.
- Japan, Russia, Brazil, Europe and international small caps look particularly interesting to us now based on their combinations of valuation and potential for GDP and earnings growth surprises.

Questions our clients are asking:

- What happens if profit margins finally start to fall?
- Are the highest yielding stocks already expensive?
- What about the "great rotation"?

1 Source: Empirical Research Partners, "The Future of the Money Management Industry," 24 January 2013, The Vanguard Group, The Federal Reserve Board, Empirical Research Partners Analysis.

2 Source: Investment Company Institute, Empirical Research Partners Analysis.

3 Source: Datastream and GSAM calculations, US TIPS yield as real bond yield as at 31 May 2013.

FOR INSTITUTIONAL INVESTORS ONLY. This information discusses general market activity, industry or sector trends, or other broad-based economic, market or political conditions and should not be construed as research or investment advice. Please see additional disclosures.

Goldman Sachs - Advantage Equities - Why we think stocks can still win in a low return environment

Equity Global – Mixed Asset - Flexible

Advantage equities: low interest rates, higher economic growth rates and reasonable valuations

Economic growth is slowly improving and expectations are low, leaving room for upside surprises

Below-trend GDP growth, which has dampened sentiment for equities in the last few years, is slowly picking up. GSAM's estimates for global GDP growth are 3.5% in 2013 and 4.1% in 2014, both of which are above consensus⁴. While this year's estimate is still below the long-term trend of 4.1%⁵, we think this level is strong enough to support revenues, but leaves room for upside surprises in some regions, particularly Japan and the US.

Our research finds that positive GDP growth surprises and reasonable valuations are key factors linking a region's economic growth and outperformance of its stock market⁶. We think this winning formula exists in some of today's equity markets, as evidenced by our above consensus growth estimates and the valuations discussed later.

Our current view of equities is predicated on slowly improving outlooks for the global economy and Europe's debt crisis. A sharp reversal in either of these situations and the re-emergence of significant tail risk would likely dampen enthusiasm for equities. Similarly, if markets get ahead of earnings or growth estimates, there could be valuation risk to equities.

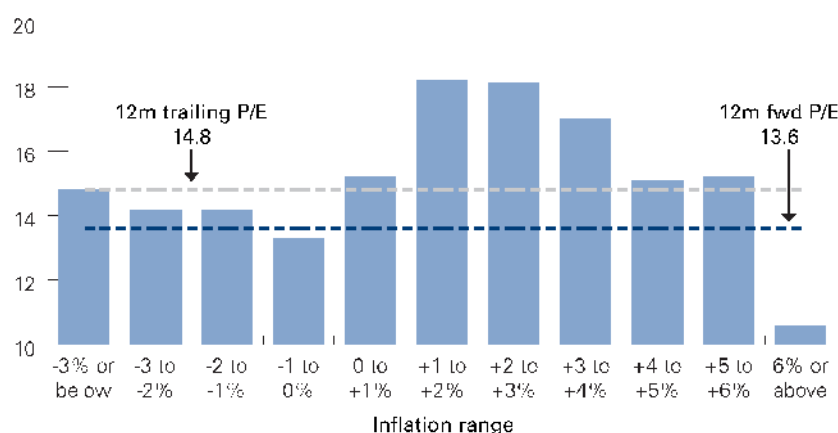
Dovish central bank policies are generally good for equities

The past several years of unprecedented central bank easing has been predictably good for equity markets. We expect continued easy conditions, in light of explicit commitments based on employment levels, inflation and currency targets from a number of central banks, which should support equities.

Even a modest level of inflation, up to about 3-4%, has historically been good for equity market returns (*Exhibit 1*)⁷, particularly if economic growth is improving, which we believe to be the case.

Exhibit 1: Equity valuations have tended to increase with modestly rising inflation

S&P 500 price-to-earnings (P/E) ratio since 1871



Source: Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2013, Dimson-Marsh-Staunton data, Credit Suisse Research.

4 Source: GSAM Monthly Insights, "A Simple Alternative to Asset Allocation Framework," March 2013

5 Source: GSAM Monthly Insights, "GDP Growth, Equity Returns and the Equity Risk Premium in 2013," January 2013.

6 Source: GSAM Monthly Insights, "GDP Growth, Equity Returns and the Equity Risk Premium in 2013," January 2013.

7 Source: Source: Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2013, Dimson-Marsh-Staunton data, Credit Suisse Research

FOR INSTITUTIONAL INVESTORS ONLY. This information discusses general market activity, industry or sector trends, or other broad-based economic, market or political conditions and should not be construed as research or investment advice. Please see additional disclosures.

Goldman Sachs - Advantage Equities - Why we think stocks can still win in a low return environment

Equity Global – Mixed Asset - Flexible

Low interest rates also drive corporate M&A, and strong M&A trends usually boost equity valuations and markets. Not only is financing cheap, but everything looks (sometimes misleadingly) accretive to earnings. If the acquisition currency is cash, rather than equity or debt, the cost of capital is effectively 0%, and an asset with zero earnings (cash) is exchanged for one with some level of profit. An important part of our stock analysis is to evaluate corporate managements and their allocation of capital. We want to invest in companies that make strategic acquisitions that create shareholder value in the long term, not just because current financial conditions make deals look cheap. If M&A activity were to slow with rising interest rates, it may begin to cap equity valuations.

Equity valuations are reasonable, particularly in light of negative real bond yields and the inflated equity risk premium

Four years ago, equities were cheap. Now, return prospects have diminished as valuations have grown more demanding. However, we think that equity valuations are still reasonable by historical standards, and compelling when compared with other asset classes. Looking at the conservative cyclically adjusted price-to-earnings (CAPE) ratio, many regions of the world are trading below their long-term averages, with some offering particularly attractive discounts (*Exhibit 2*)⁸. Even equity markets, such as the US, which currently have CAPE ratios higher than their long term averages, may continue to appreciate, though they might be more vulnerable to disappointing news or negative surprises.

Exhibit 2: Cyclically adjusted price-to-earnings (CAPE) ratios for many markets are below long-term averages

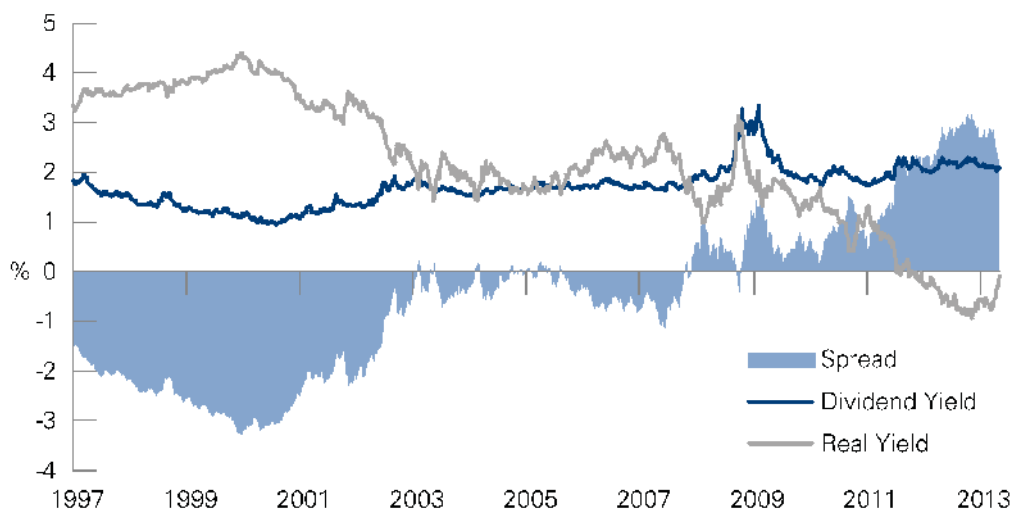
	Current	Max	Min	Average	Deviation from Average
Italy	9	63.3	5.4	21.7	-58.00%
Russia	5.9	24.2	4.1	13.2	-56.00%
Spain	7.8	34.7	4.7	17.4	-55.00%
Japan	26.9	158.7	11.1	45.8	-41.00%
France	13.4	46.4	4.8	19.5	-31.00%
Brazil	9.9	29.2	4.7	14.2	-30.00%
China	12.5	47.2	5.7	16.7	-25.00%
EM	13.2	27.6	8	16.9	-22.00%
India	16.5	47.4	10	21	-21.00%
World	17.7	32.7	8.4	19.9	-11.00%
Europe	14.1	31.9	5.9	15.6	-10.00%
US	25.4	37.1	6.5	18.9	34.00%

Source: Datastream, Goldman Sachs Research estimates based on MSCI Country Indices, as of 01 June 2013. CAPE (cyclically adjusted price/earnings ratio) calculated using current adjusted price and trailing adjusted 5-year EPS, adjusted for inflation. CAPE History: USA 1975, Japan 1975, EM 2000, World 2000, Europe 1975.

In our view, these reasonable equity valuations look attractive in the context of a negative real yield environment (*Exhibit 3*).

In fact, one place investors may find greater yield is the stock market, as dividend yields are exceeding bond yields in some markets. For example, US stocks are yielding slightly more than US Treasuries, while European and Japanese equities are yielding more than twice German Bunds and Japanese Government Bonds (JGBs)⁹, respectively.

FOR INSTITUTIONAL INVESTORS ONLY. This information discusses general market activity, industry or sector trends, or other broad-based economic, market or political conditions and should not be construed as research or investment advice. Please see additional disclosures.

Exhibit 3: Dividend yields are higher than real bond yields in some markets*Dividend yield of the S&P 500 Index and real yields for 10-year US TIPS*

Source: Datastream and GSAM calculations, as of 31 May 2013.

Risk also appears mispriced. The equity risk premium (ERP) is a general reference to a level of returns above the risk-free rate that equity investors are expecting as compensation for taking additional risk. As such, we believe it can be an important tool when assessing the relative value between stocks and bonds.¹⁰ GSAM's Global Portfolio Solutions team calculates the ERP as the current earnings yield plus estimated earnings growth minus the real interest rate. Record low bond yields and other factors have led to an increase of their estimate of the ERP to 4.75% from 3.5%¹¹. Additional GSAM analysis suggests that the ERP is a strong signal about the value of stocks relative to bonds when it reaches the upper or lower bounds of its historical range.¹² The ERP is currently approaching the higher end of the range, which suggests that equities have room for further upside (*Exhibit 4*). If negative real yields finally force some bond investors into equities, the ERP would come down to a more normal level as bond prices weaken (and yields rise) and equities rally.

8 Source: Datastream, Goldman Sachs Research estimates based on MSCI Country Indices, as of 01 June 2013.

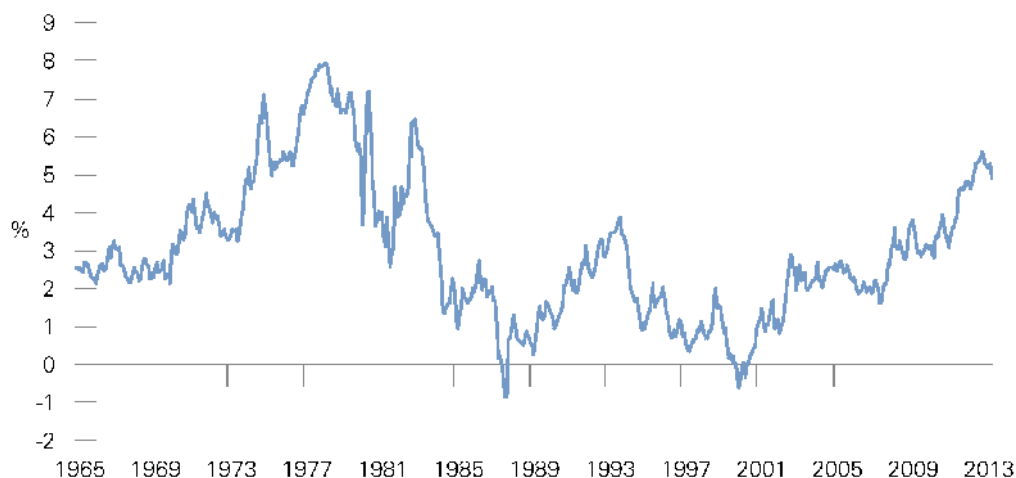
9 Source: Factset as of 05 June 2013.

10 Source: GSAM Monthly Insights, "Big Issues for Investors to Think About," October 2012.

11 Source: GSAM GPS calculations as of August 2012.

12 Source: GSAM Monthly Insights, "A Simple Alternative to Asset Allocation Framework," March 2013.

FOR INSTITUTIONAL INVESTORS ONLY. This information discusses general market activity, industry or sector trends, or other broad-based economic, market or political conditions and should not be construed as research or investment advice. Please see additional disclosures.

Exhibit 4: The equity risk premium is toward the higher end of the historical range*Equity risk premium for the S&P 500 Index*

Source: Datastream and GSAM calculations, as of May 2013.

Japan, Russia, Brazil, Europe and international small caps offer different combinations of valuations and potential for growth surprises

• **Japan:** The Bank of Japan (BoJ) has set a 2% inflation target and is expected to keep monetary policy loose, with an explicit goal of a weaker yen. Not only do we expect the bold moves to renew interest in the region, we do not believe the already weaker yen has been fully incorporated into earnings estimates, leaving some room for upside earnings surprises. While the Japanese market has already rallied strongly since the beginning of November, narrowing the valuation discount, we believe much of it has corresponded to the decline in the yen. In our view, the yen could weaken further, which could keep the rally going. In addition, evidence that the BoJ hits its inflation targets and turns real rates positive could prompt investors to leave JGBs for assets that can better protect from inflation, such as equities.

• **Russia and Brazil:** After underperforming both emerging and developed markets for the last five years Russia and Brazil are trading at large discounts to their historical averages. In the post-financial crisis rally, valuations of defensive stocks have increased while those of cyclical stocks have generally decreased. Russia and Brazil have much more exposure to cyclical stocks than many of the other Growth Markets and significantly more than the developed markets. We expect the gradual improvement in GDP growth and the reflationary environment will support performance of their equity markets.

• **Europe:** We continue to believe that valuations in Europe are attractive. We believe tail risk has eased significantly, as evidenced by the sharp decline in periphery bond yields. Europe had done a lot of its fiscal tightening, which should be less of a drag going forward, particularly when compared with some other developed markets. Furthermore, we note the convergence of labor input costs between the core and the periphery, which we believe is improving the structural balance of the Eurozone. Importantly, we think European corporate earnings have upside potential as markets underestimate the significant revenue exposure of European-based companies to other, faster-growing markets.

FOR INSTITUTIONAL INVESTORS ONLY. This information discusses general market activity, industry or sector trends, or other broad-based economic, market or political conditions and should not be construed as research or investment advice. Please see additional disclosures.

Goldman Sachs - Advantage Equities - Why we think stocks can still win in a low return environment

Equity Global – Mixed Asset - Flexible

• **International small cap:** Currently, international small cap equities are offering higher free cash flow than large caps, which has only happened about a third of the time in the last 25 years, suggesting the best valuations in a decade.¹³ This phenomenon has usually occurred in the early phases of a business cycle and preceded strong gains for small cap equities.¹⁴ Many of the reasons we cited earlier for our focus on Japan and Europe are relevant for international small caps, as the regions make up almost 75% of the international small cap index.

Questions our clients are asking:

What happens if profit margins begin to decline from current peak levels?

Despite the M&A boom, corporate managements remain remarkably tight-fisted with capital spending. Hurdle rates should be easier to clear with today's exceptionally low interest rates, but our conversations with CEOs and CFOs suggest that the slow and uncertain economic recovery has taken a toll on corporate decision-making. Like the inflated equity risk premium, they too are insisting on an extra "buffer" when making investments.

One side effect of this restraint is that corporate profit margins have risen to multi-decade highs and remain close to peak levels. We have been concerned for some time about the possibility of margins beginning to fall as cap ex picks up. If profit margins decline, we do not believe it is instantly negative for equity markets. However, investors will have to look on a company by company basis to determine if any drop in margins comes from valuable growth-driving capital expenditure or something more ominous like a fall in revenues or rise in expenses.

We expect to see less margin improvement and potentially more margin pressure. In that environment, growth will have to come from revenues, which is one of the reasons we like companies with secular growth, particularly in light of modest global GDP growth and corporate earnings outlooks. We believe these companies can better control their own destinies, regardless of where we are in the business cycle. Many qualities of a good business offer secular growth opportunities: a specialised niche, a strong brand, new technology, or potential for market penetration, market share gains or new end markets.

Are the highest yielding stocks already expensive?

Investors' narrow focus on current dividend yield has driven these stocks to high valuations. A good example is mega cap consumer staples companies, such as food, beverage, and personal care. These companies have relatively high dividends, but come at a rich price—roughly 17-20x earnings—in both the US and Europe. At the same time, the traditional dividend-paying telecom and utilities sectors are facing structural challenges that make them less appealing businesses to own and have also forced dividend cuts. When companies have cut their dividends, the market has typically punished the shares with big price drops. Our portfolios are light on current dividend yield when compared to their benchmarks. However, we would rather own companies with dividends that are sustainable and growing, even if that means the one-year yield is slightly lower.

¹³ Source: Empirical Research Partners, Global Portfolio Strategy 2013, January 2013

¹⁴ Source: Empirical Research Partners, Global Portfolio Strategy 2013, January 2013.

FOR INSTITUTIONAL INVESTORS ONLY. This information discusses general market activity, industry or sector trends, or other broad-based economic, market or political conditions and should not be construed as research or investment advice. Please see additional disclosures.

What about the “great rotation”?

If the money that flowed into bonds over the last five years now went back to equities, wouldn't it push equity markets even higher? So goes the theory of the “great rotation”, but we think it may overlook some realities of investing. Many investors simply have to own bonds. Pension funds and insurance companies need to match liabilities and manage volatility while ageing private investors shift toward capital preservation strategies. We also expect that human instinct will bias investors toward fixed income investments in the near term, given the prior 12 years of better risk-adjusted returns. Lastly, and importantly, even as funds begin to flow back into equities, our research suggests that it appears to be more of a lagging indicator than leading one.¹⁵ In our view, even without the benefit of significant fund flows, equities have potential to outperform other asset classes based on fundamentals.

Conclusion

We believe that the current era of extraordinarily low interest rates will be one of the biggest influences on both equity and bond markets in the near term. Low rates are likely to lower returns for both asset classes, though we believe equities may have a relative advantage for three reasons:

- Global economic growth is slowly picking up and low expectations leave room for upside surprises. While our expectation for growth is still below trend in 2013, it is improved from 2012 and returns to trend by 2014.
- Dovish central bank policies and financial repression are likely to prompt investors to look at equities for yield and returns. In some markets, dividend and earnings yields are currently higher than some real bond yields.
- Equity valuations are reasonable, and in some cases low, particularly compared to other asset classes. Many CAPE ratios look attractive versus history. In addition, our research suggests that the equity risk premium can be an important measure of relative value between stocks and bonds. Currently the ERP is at the high end of the range, suggesting that equities look attractive.

While we believe equities could relatively outperform fixed income investments in the near term, some areas of the market look more attractive or vulnerable than others. In our view, the Japanese, Russian, Brazilian, European and international small cap markets are some of the most attractive, based on different combinations of potential for positive growth surprises or valuation. In contrast, we think the highest yielding sectors of the market are already highly valued. In addition, we are watching profit margins carefully and seek to own companies with secular growth.

In the California gold rush of 1849, legend has it that the merchants who sold picks and axes were the ones who became rich, rather than the gold miners themselves. In 2013, we still think a good business is one that can make money with less risk. Within the equity market, we seek companies with business models that have high barriers to entry and/or less risk, and that we believe can win in a variety of market environments.

¹⁵ Source: GSAM calculations based on mutual fund flows data (01 January 2002 to 16 January 2013) from Nomura International

FOR INSTITUTIONAL INVESTORS ONLY. This information discusses general market activity, industry or sector trends, or other broad-based economic, market or political conditions and should not be construed as research or investment advice. Please see additional disclosures.

Disclosures

This material has been prepared by GSAM and is not a product of Goldman Sachs Global Investment Research. The views and opinions expressed may differ from those of Goldman Sachs Global Investment Research or other departments or divisions of Goldman Sachs and its affiliates. Investors are urged to consult with their financial advisors before buying or selling any securities. This information may not be current and GSAM has no obligation to provide any updates or changes.

Views and opinions expressed are for informational purposes only and do not constitute a recommendation by GSAM to buy, sell, or hold any security.

Past performance does not guarantee future results, which may vary. The value of investments and the income derived from investments will fluctuate and can go down as well as up. A loss of principal may occur.

Emerging markets securities may be less liquid and more volatile and are subject to a number of additional risks, including but not limited to currency fluctuations and political instability.

Economic and market forecasts presented herein reflect our judgment as of the date of this presentation and are subject to change without notice. These forecasts do not take into account the specific investment objectives, restrictions, tax and financial situation or other needs of any specific client. These forecasts are subject to high levels of uncertainty that may affect actual performance. Accordingly, these forecasts should be viewed as merely representative of a broad range of possible outcomes. These forecasts are estimated, based on assumptions, and are subject to significant revision and may change materially as economic and market conditions change.

Although certain information has been obtained from sources believed to be reliable, we do not guarantee its accuracy, completeness or fairness. We have relied upon and assumed without independent verification, the accuracy and completeness of all information available from public sources.

This material has been approved by Goldman Sachs Asset Management International, which is authorised and regulated in the United Kingdom by the Financial Conduct Authority (FCA).

© 2013 Goldman Sachs. All Rights Reserved. 101532.OTHER.OTU

METZLER

Asset Management

Metzler - Vermögenssicherung mit Aktien von internationalen Blue Chips

In den vergangenen Monaten war zunehmend eine Rückbesinnung auf die Aktie als Anlage-Instrument zu beobachten. So verzeichneten Aktienfonds per Saldo wieder Zuflüsse, nachdem in den vergangenen Jahren noch kontinuierlich Gelder aus Aktienfonds in Rentenfonds umgeschichtet worden waren. Die Attraktivität der Aktie ergibt sich aus der Eigenschaft als Inflationsschutz, der Chance auf einen realen Vermögenszuwachs und aus den mangelnden Anlagealternativen.

In einem Umfeld mit historisch niedrigen Zinsen und mit – in bisher ungekanntem Ausmaß – aufgeblähten Zentralbankbilanzen steigt unweigerlich das Inflationsrisiko. So verhinderten die Notenbanken der großen Wirtschaftsnationen mit ihren Maßnahmen zwar eine Deflation nach dem Konkurs von Lehman Brothers und stabilisierten damit die Weltwirtschaft; in den vergangenen Monaten trat jedoch nach der erfolgreichen Bekämpfung der Deflationsrisiken immer stärker in den Vordergrund, das Wirtschaftswachstum zu stimulieren. In der Vergangenheit beschleunigten die zu diesem Zweck stark expandierenden Zentralbankbilanzen oft mit einer Verzögerung von mehreren Jahren die Inflation deutlich. In diesem Umfeld gewinnt die Aktie als Beteiligungspapier am Realvermögen einer Volkswirtschaft zunehmend an Attraktivität. Insbesondere internationale Großunternehmen mit starker Marktposition und mit – in der Regel – hoher Preissetzungsmacht können ihre Gewinnmargen in einem inflationären Umfeld schützen. Aber auch in einem Umfeld mit stabiler Inflationsrate bieten Aktien gute Chancen auf einen realen Vermögenszuwachs. So liegt beispielsweise die Dividendenrendite des MSCI Europa mit 3,5 % und des MSCI USA mit 2,1 % über der für 2013 prognostizierten Inflationsrate der Eurozone von etwa 1,6 % und der USA von 1,7 %. Im Gegensatz dazu liegen die Zinsen am Geldmarkt sowohl in den USA als auch in der Eurozone nahe bei 0 % und für Anleihen von Staaten mit guter Bonität wie zehnjährige Bundesanleihen mit einer Rendite von 1,35 % unter der Inflationsrate und sorgen damit schon jetzt für einen kontinuierlichen realen Vermögensverlust. Wenn sich die Inflation sogar noch beschleunigen sollte, würde ein sehr schmerzlicher realer Vermögensverlust bei Geldmarkt- und Rentenanlagen drohen.

Sicherlich ist es nicht übertrieben, von einer derzeit sehr hohen Bewertung von Rentenpapieren zu sprechen: Die Rendite von zehnjährigen US-Treasurys liegt nahezu auf dem niedrigsten Stand seit 1780 – und die Rendite von zehnjährigen niederländischen Anleihen sogar auf dem niedrigsten Stand seit 500 Jahren. Im Gegensatz dazu sind globale Aktien nur moderat bewertet. So liegt beispielsweise das Kurs-Buchwert-Verhältnis des MSCI Welt immer noch unter seinem langfristigen Durchschnitt.

Das Kurs-Buchwert-Verhältnis für den MSCI Welt signalisiert eine nur moderate Bewertung

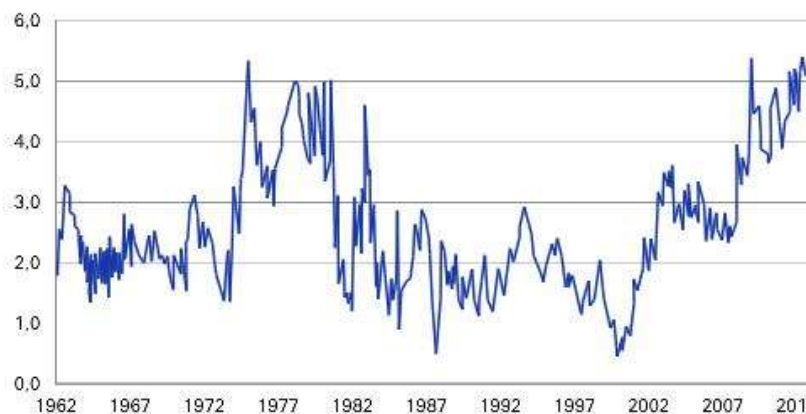


Quelle Bloomberg, Stand April 2013
 Fachinformation - keine Wertpapier- oder Privatberatung
METZLER
 Asset Management

Neben der moderaten Bewertung spricht auch die derzeit ungewöhnlich hohe Aktienrisikoprämie für Investments in Dividententitel. Nach Berechnungen der Federal Reserve Bank of New York beträgt beispielsweise die erwartete Mehrrendite von Aktienanlagen in den USA derzeit mehr als 5 %-Punkte gegenüber dem als risikolos unterstelltem Zins von US-Staatsanleihen. Die Federal Reserve Bank of New York berechnete dabei die Aktienrisikoprämie anhand 29 verschiedener Modelle, um ein höheres Konfidenzniveau zu erreichen als mit nur einem Modellansatz.

Aktienrisikoprämie nach Berechnungen der Federal Reserve Bank of New York auf historischem Höchststand in den USA

in % - auf Basis der Berechnungsergebnisse von 29 Modellen



Quelle: Authors' calculations; Sources: Deutsche Bank, CDO Business Outlook (www.federalreserve.gov); Federal Reserve Bank of New York; Goldman Sachs; J.P. Morgan, Research; the Center for Research in Security Prices; Federal Reserve Economic Data; Thomson Reuters; Datastream; the web sites of NYU's Russell Wermeling, Gordon A. Karathreas, University of Louisiana at Lafayette, University of California at Berkeley & Martin Lütke, Yale's Robert Diller
 Fachinformation - keine Wertpapier- oder Privatberatung
METZLER
 Asset Management

Die hohe Aktienrisikoprämie spiegelt die hohe Unsicherheit der Investoren wider. So bestehen nach wie vor regionenspezifische Risiken aufgrund der anhaltenden Staatsschuldenkrise in Europa und der hohen Staatsverschuldung in vielen entwickelten Volkswirtschaften. Dazu kommen aktienspezifische Risiken. Die hohe Staatsverschuldung könnte immer mehr Staaten dazu zwingen, die Steuern auch für Unternehmen anzuhäufen und die Regulierung in vielen Sektoren zu verschärfen. Grundsätzlich dürften sich vor diesem Hintergrund Anlagestrategien erfolgreich erweisen, zu deren wichtigsten

Auswahlkriterien für Aktien gehören, dass die dahinter stehenden Unternehmen nur gering von Steuer- und Regulierungsrisiken betroffen sind und sie sich durch eine global ausgerichtete Produktions- und Nachfragestruktur auszeichnen. Daher erscheinen uns Unternehmenswerte mit folgenden Charakteristika attraktiv:

- Internationale Diversifikation und möglichst geringe Regulierungsrisiken
- Starke Marktstellung und hohe Preissetzungsmacht
- Starke Cashflows und solide Bilanz
- Langfristig überdurchschnittliches Wachstum bei geringer Ertragsvolatilität
- Hohes organisches Wachstumspotenzial; daher kein Druck, Wachstum über Akquisitionen zu erreichen.

Seit Ausbruch der Finanzmarktkrise sind bislang überwiegend eher defensive Werte mit einer geringen Zyklizität stark nachgefragt worden, worin sich die hohe Risikoaversion der Anleger widerspiegelt und die nur moderaten Wachstumsperspektiven für die Weltwirtschaft. Auch sind die defensiven Werte für viele Anleger mit ihren hohen Dividendenrenditen und ihren niedrigen Kursschwankungen als Anleiheersatz zunehmend interessant geworden. Die derzeit im Vergleich zum Gesamtmarkt hohe Bewertung dieser eher defensiven Börsenwerte zeigt, dass dieser Trend schon sehr weit gelaufen ist. Zuletzt haben sich die Aussichten für die Weltwirtschaft verbessert. So erhöhen die US-amerikanischen Geschäftsbanken schon seit mehreren Quartalen signifikant das Kreditangebot für Unternehmen, was sich mit einer Verzögerung von ein bis zwei Quartalen positiv auf die Investitionsausgaben und damit auch auf den Arbeitsmarkt auswirken dürfte. Auch in Japan verbesserten sich die Konjunkturdaten zuletzt deutlich, während sich das Wachstum in den meisten Schwellenländern auf einem moderaten Niveau stabilisierte. Nur die Wirtschaft in Europa hinkt noch der weltweiten Konjunkturerholung hinterher, dürfte jedoch auch bald wieder leicht wachsen. Die sich aufhellenden Wachstumsperspektiven für die Weltwirtschaft eröffnen Nachholpotenzial für einige bisher eher vernachlässigte Wachstumsunternehmen mit einem höheren zyklischen Risiko.

Grundsätzlich ist die Herausforderung für eine in der Zukunft erfolgreiche Aktienselektion, Unternehmen mit einem nachhaltigen Gewinnsteigerungspotenzial zu identifizieren. Die Unternehmensgewinne wurden in den vergangenen drei Dekaden stark durch Sonderfaktoren begünstigt, die sich kaum wiederholen werden. So reduzierte der fallende Zinstrend kontinuierlich die Zinslast der Unternehmen. Noch 1984 lag beispielsweise der durchschnittliche Zinssatz für US-Investmentgrade-Unternehmensanleihen bei über 14 %, während er in diesem Jahr auf unter 3 % fiel. Darüber hinaus profitierten die Unternehmen weltweit von kontinuierlich zurückgehenden Unternehmenssteuern. Der durchschnittliche Unternehmenssteuersatz halbierte sich in den vergangenen drei Dekaden im OECD-Raum von knapp 50 % zu Beginn der 1980er-Jahre auf zuletzt 25 % im Jahr 2012. Auch wuchs die Weltwirtschaft in diesem Zeitraum dynamisch. Es besteht durchaus ein nennenswertes Risiko, dass die Zinsen und Unternehmenssteuern auch wieder einmal steigen könnten. Und die Weltwirtschaft kann angesichts der hohen Verschuldung von Staaten und Privathaushalten sehr wahrscheinlich auf absehbare Zeit nur noch moderat wachsen. Unternehmen, die in diesem Umfeld noch ein überdurchschnittliches organisches Wachstum erzielen können, dürften zunehmend an Attraktivität für die Anleger gewinnen und eine Bewertungsprämie erhalten. Vor diesem Hintergrund sollten global diversifizierte Wachstumswerte eine dominante Rolle in jedem Aktienportfolio einnehmen.

Wichtige Hinweise

Diese Unterlage der Metzler Asset Management GmbH (nachfolgend zusammen mit den verbundenen Unternehmen im Sinne von § 15 ff. AktG „Metzler“ genannt) enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Metzler übernimmt jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Metzler behält sich unangekündigte Änderungen der in dieser Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Vorhersagen, Schätzungen und Prognosen vor und unterliegt keiner Verpflichtung, diese Unterlage zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise zu informieren, falls sich eine dieser Aussagen verändert hat oder unrichtig, unvollständig oder irreführend wird.

Diese Unterlage dient ausschließlich der Information und ist nicht auf die speziellen Investmentziele, Finanzsituationen oder Bedürfnisse individueller Empfänger ausgerichtet. Bevor ein Empfänger auf Grundlage der in dieser Unterlage enthaltenen Informationen oder Empfehlungen handelt, sollte er abwägen, ob diese Entscheidung für seine persönlichen Umstände passend ist, und sollte folglich seine eigenständigen Investmententscheidungen, wenn nötig mithilfe eines unabhängigen Finanzberaters, gemäß seiner persönlichen Finanzsituation und seinen Investmentzielen treffen.

Diese Unterlage ist kein Angebot oder Teil eines Angebots zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten, noch stellt diese Unterlage eine Grundlage für irgendeinen Vertrag oder irgendeine Verpflichtung dar. Weder Metzler noch der Autor haften für diese Unterlage oder die Verwendung ihrer Inhalte. Kaufaufträge können nur angenommen werden auf Grundlage des gültigen Verkaufsprospektes, der eine ausführliche Darstellung der mit diesem Investment verbundenen Risiken enthält, des gültigen Jahres- und Halbjahresberichts sowie der wesentlichen Anlegerinformationen.

Vergangenheitswerte sind keine Garantie für zukünftige Wertentwicklung. Es kann daher nicht garantiert, zugesichert oder gewährleistet werden, dass ein Portfolio die in der Vergangenheit erzielte Wertentwicklung auch in Zukunft erreichen wird. Eventuelle Erträge aus Investitionen unterliegen Schwankungen; der Preis oder Wert von Finanzinstrumenten, die in dieser Unterlage beschrieben werden, kann steigen oder fallen. Im Übrigen hängt die tatsächliche Wertentwicklung eines Portfolios vom Volumen des Portfolios und von den vereinbarten Gebühren und fremden Kosten ab.

Bei den in dieser Unterlage eventuell enthaltenen Modellrechnungen handelt es sich um beispielhafte Berechnungen der möglichen Wertentwicklungen eines Portfolios, die auf verschiedenen Annahmen (z. B. Ertrags- und Volatilitätsannahmen) beruhen. Die tatsächliche Wertentwicklung kann höher oder niedriger ausfallen – je nach Marktentwicklung und dem Eintreffen der den Modellrechnungen zugrunde liegenden Annahmen. Daher kann die tatsächliche Wertentwicklung nicht gewährleistet, garantiert oder zugesichert werden.

Metzler kann keine rechtliche Garantie oder Gewähr abgeben, dass eine Wertuntergrenze gehalten oder eine Zielrendite erreicht wird. Daher sollten sich Anleger bewusst sein, dass möglicherweise in dieser Unterlage genannte Wertsicherungskonzepte keinen vollständigen Vermögensschutz bieten können. Metzler kann somit nicht garantieren, zusichern oder gewährleisten, dass das Portfolio die vom Anleger angestrebte Entwicklung erreicht, da ein Sondervermögen stets Risiken ausgesetzt ist, welche die Wertentwicklung des Portfolios negativ beeinträchtigen können und auf welche Metzler nur begrenzte Einflussmöglichkeit hat.

Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden. Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.

Metzler Asset Management GmbH
Große Gallusstraße 18
60311 Frankfurt am Main
Telefon (0 69) 21 04 - 5 32
Telefax (0 69) 21 04 - 11 79
E-Mail: asset_management@metzler.com



Robeco - Die Bedeutung von Markteffizienz & Marktbreite im Portfolio Management am Beispiel des US-Aktienmarktes

Reindustrialisierung der USA und Markteffizienz und Marktbreite des US-Aktienmarktes

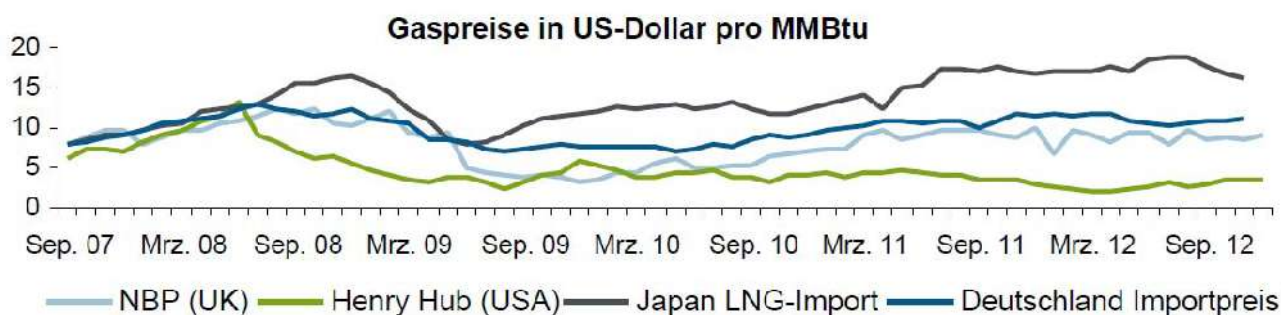
Der Gaspreis ist in den USA in der Folge der „Fracking“-Technologie drastisch gefallen und notiert derzeit um die 80 % (von 14 USD je Tsd. Kubikfuß auf mittlerweile 2,90 USD) unter dem Stand von Mitte 2008. Im Vergleich dazu bezahlen Europäer fast den 4-5-fachen Preis für Gas. Gegenüber dem asiatischen Raum ist die Differenz noch grösser. Die USA haben zudem schon im Jahr 2009 Russland als weltgrößten Erdgasproduzenten abgelöst.

Diese Methode der Energie-Gewinnung wird mittlerweile auch in der Exploration von Öl eingesetzt und erweitert damit auch dramatisch die Öl-Reserven der USA. Allein in Norddakota wird schon jetzt mehr Öl als in Alaska gefördert. Nach Schätzungen sollen allein die Vorräte der Green-River-Schieferölformationen im Nordwesten der USA grösser sein, als die gesamten sicher gewinnbaren Erdölreserven weltweit. PwC erwartet, dass der Ölpreis im Jahr 2035 um 25-40% unter den bisher prognostizierten 133 USD pro Barrel liegen wird. Vorteil der USA: Die Schiefergas- und Öl-Vorkommen liegen außerhalb der Bevölkerungszentren. Die Förderung ist damit einfacher als in Europa, wo die Vorkommen in der Nähe der Ballungszentren liegen.

Diese Entwicklungen haben das Potential die amerikanische Wirtschaft und auch den weltweiten Handel zu revolutionieren. Die USA werden in den nächsten Jahren vom Netto-Energieimporteur zu einem möglichem Exporteur. Dies ist ein enormer Kostenvorteil für die US-Industrie und könnte die USA binnen weniger Jahre zu einer neuen Erfolgsgeschichte für Unternehmen und Investoren machen.

Für US-Unternehmen dürfte Energie damit bis auf weiteres deutlich günstiger bleiben, als für die Wettbewerber in anderen Weltregionen. Neben Barack Obama erwarten auch einige Analysten, dass allein in der Energiebranche bis Ende des Jahrzehnts bis zu 600.000 neue Jobs geschaffen werden könnten. Viele –vorrangig energieintensive- US-Firmen überlegen schon wieder, ihre Produktion, die vor einigen Jahren ins Ausland verlagert wurde, in die Heimat zurückzuholen. Ausländische Firmen (u.a. BASF, Airbus oder ArcelorMittal) denken darüber nach, in den USA Produktionsstätten aufzubauen oder zu erweitern. Der Trend zur Deindustrialisierung der USA der letzten 2 Jahrzehnte könnte daher beendet sein.

Die niedrigen Energiepreise kommen natürlich auch den Verbrauchern zugute.



Quelle: KfW IPEX-Bank; Blitz-Licht Öl&Gas. MMMtu: Million British thermal unit. Februar 2013

Das freiwerdende können die Amerikaner für andere Investitionen nutzen, was den Konsum antreiben würde. Dies kann auch das Sentiment im US-Häusermarkt, der in vielen Regionen schon seinen Boden gefunden hat, weiter stabilisieren. Der Bundesnachrichtendienst rechnet allein durch die günstigen Energiepreise, dass in den USA 2-3 Millionen neue Jobs entstehen könnten.

Wachsende Wirtschaft, weniger Importe, mehr Exporte, dies könnte sich letztlich auch positiv auf das riesige Handels- als auch Leistungsbilanzdefizit der USA auswirken. Die Amerikaner könnten die Ölrechnung um 200 Mrd. USD senken und damit ihr Leistungsbilanzdefizit nahezu halbieren. Die Defizite waren die wesentlichen Gründe für die Schwäche der US-Währung. Dieser Trend hat sich zuletzt schon umgekehrt, die Aufwertung könnte sich fortsetzen.

Market Efficiency & Market Breadth (Marktbreite) im Portfolio Management

Zahlreiche Studien hinterfragten in der Vergangenheit das Outperformance Potential von aktivem Management, wobei die Analysen vor allem für den US-Markt getätigt wurden. Carhart (1997)¹ zeigte in einer der angesehensten Studien, dass der Performanceunterschied zwischen den besten 10% der Fonds zu den schlechtesten 10% der Fonds bei über 8% jährlich liegt, die besten 10% der Fonds schnitten netto 2,5% p.a. besser ab als der Markt. Er zeigte aber auch, dass ca. 70% der Erträge Faktorprämien zugeordnet werden konnten und weniger der Managerleistung.

Spätere Studien u.a. Bernstein (1998) begründeten die abnehmende Möglichkeit von Managern den Markt zu schlagen, mit der gestiegenen Markteffizienz. Dies wird vor allem mit der Informationstechnologie begründet, d.h. mittlerweile haben alle Investoren nahezu zeitgleich alle Informationen zur Verfügung.

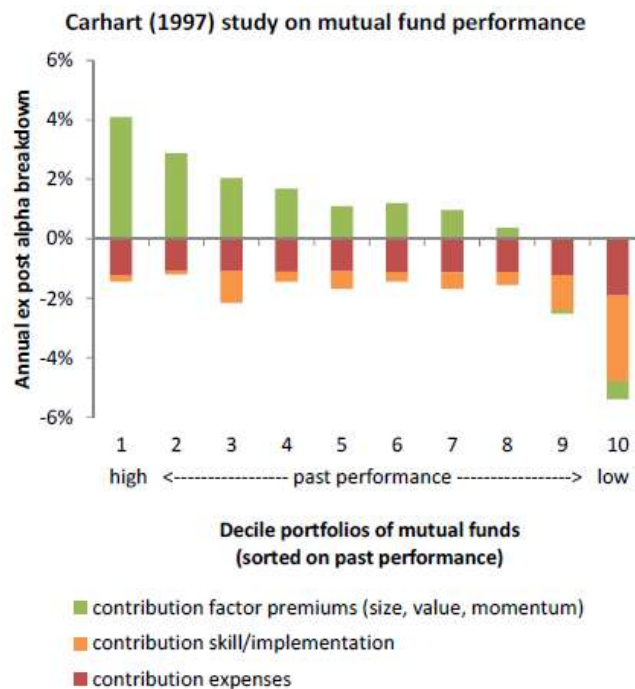
Studien für die Emerging Markets (u.a. Huij & Post 2011)² zeigen, dass in diesen Märkten konsistent Outperformance generiert werden konnte. Viele dieser Ergebnisse konnten durch die Erkenntnisse der Grossmann/Stieglitz Studie³ aus dem Jahr 1980 erklärt werden, wonach eine Outperformance nur mit den hohen Kosten in der Informationsverarbeitung in ineffizienten Märkten erklärt werden könnte. Das Ergebnis dieser Studien ist beispielsweise, dass Investoren häufig in den Emerging Markets eine aktive Managerauswahl treffen und für „effizientere“ Märkte, wie den US Markt, eher in passive Fonds oder ETFs investieren.

In einer ausführlichen Studie „Mutual Fund Performance Persistence, Market Efficiency, and Breadth“ haben Huij & Lansdorf 2012 zum ersten Mal den Zusammenhang zwischen Markteffizienz und Marktbreite für unterschiedlichste Marktsegmente (Renten- & Aktienmärkte) untersucht. In zwanzig unterschiedlichen Anlageklassen wurden monatliche Fondsdaten von Januar 1990 bis Dezember 2010 untersucht. Die Effizienz des Marktes wurde auf der Basis von unterschiedlichen, in der akademischen Welt anerkannten, Methoden („Variance Ratio Test Statistics“, „Run Test Statistics“, „3 Ljung-Box Portmantu Test Statistics“) gemessen und die jeweiligen Märkte klassifiziert.

¹ Carhart, M., 1997 „On Persistence in Mutual Fund Performance“, Journal of Finance, 52

² Huij J and G.T.Post, 2011, „On the Performance of Emerging Markets Equity Mutual Funds“, Emerging Markets Review, 12,

³ Grossmann, Stiglitz, 1980, „On the Impossibility of Informationally Efficient Markets“ American Economic Review

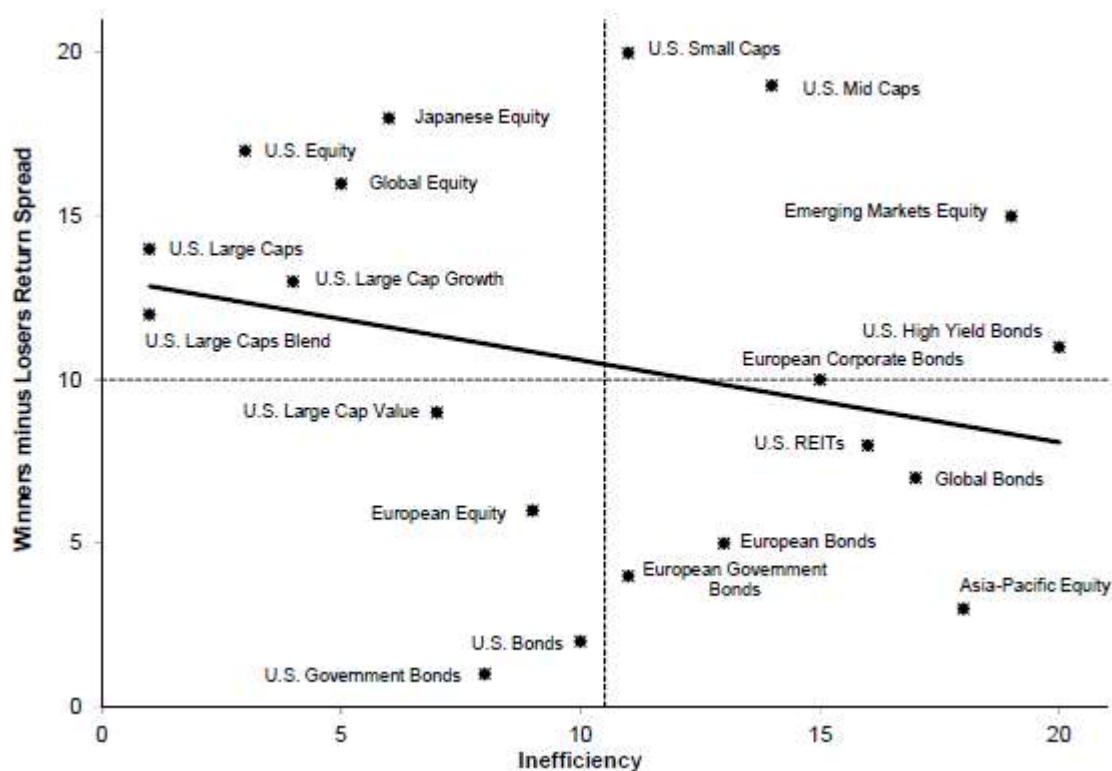


Quelle: Carhart, „On Persistence in Mutual Fund Performance“, 1997

Ein Ergebnis der Studie ist, dass die Unterschiede zwischen den einzelnen Investmentklassen sehr groß sein können. Die guten US Small Caps Fonds übertreffen durchschnittlich die schlechten um 84 Basispunkte pro Monat, während die guten US Large Cap Fonds, die schlechten, lediglich um 46 Basispunkte übertreffen. Im Emerging Market Aktiensegment liegen beispielsweise schwache Fonds auch im Folgemonat 49 Basispunkte unter dem der Benchmark. Interessant dabei ist, dass ein aktives Management selbst für einen sehr effizienten Markt, wie die USA, sinnvoll sein kann.

Für die Beständigkeit der Fondsperformance und der Markteffizienz lässt sich kein Zusammenhang feststellen. Auf der Basis der Markteffizienz (X-Achse: Links Effizient, Rechts Ineffizient) wird der durchschnittliche, monatliche Performanceunterschied der zwanzig Anlageklassen abgetragen. Selbst im „effizientesten“ Investmentmarkt, im US Large Cap Segment, kann eine nachhaltige Outperformance generiert werden, während der US Government Bonds Markt sich eher für passive Investments anbietet (geringe Differenz gute/schlechte Fonds).

Return Spread vs. Market Efficiency



Quelle: Huij & Lansorp, Mutual Fund Performance Persistence, Market Efficiency, and Breadth; 2012

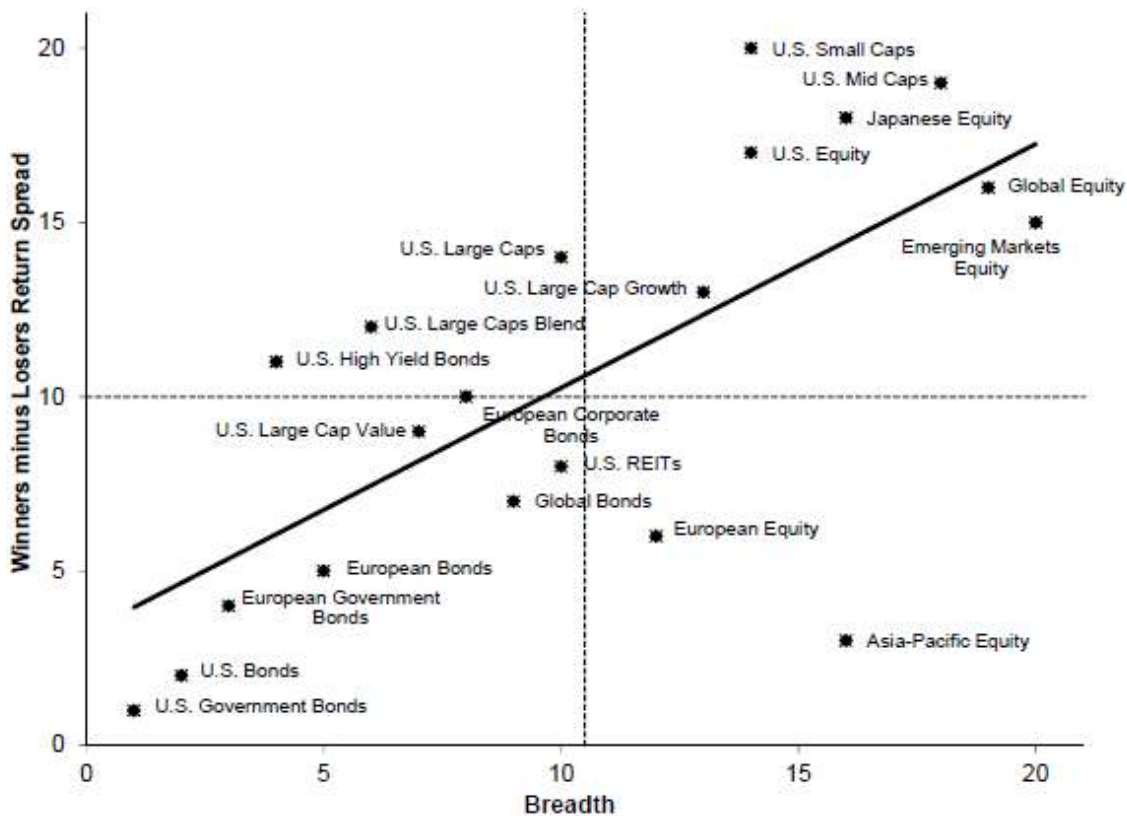
Die Erklärung für die negative Korrelation zwischen Outperformance und der Markteffizienz kann aus dem fundamentalen Gesetz für aktives Portfoliomanagement von Grinold (1989)⁴ und Grinold & Kahn (2001)⁵ abgeleitet werden. Die Outperformance eines Portfoliomanagers lässt sich aus seiner Qualität und den Investmentmöglichkeiten in seinem Markt ableiten. Marktbreite (Market Breadth) definiert sich, über die Anzahl der unabhängigen Investments, die ein Manager tätigen kann. Grinold & Kahn postulieren, dass die Stabilität der Outperformance von Managern vor allem dort festzustellen ist, wo der Manager eine Vielzahl von niedrig korrelierten Investmentmöglichkeiten hat.

Huij & Lansorp nutzen drei unterschiedliche Marktindikatoren, um die Marktbreite zu messen: Neben (1) der Differenz in der Performance der Fonds in den unterschiedlichen Märkten („Market return dispersion“), stellt (2) der durchschnittliche Tracking Error eines Marktes („Average fund tracking error“) als auch (3) der mögliche Diversifikationseffekt (Wie viel Diversifikationsnutzen schafft die Ergänzung eines Fonds zu einem bestehenden Portfolio?) eine Messgröße dar. Der positive Zusammenhang von Marktbreite und Outperformance ist statistisch signifikant und positiv korreliert. Lediglich asiatische Aktien stellen einen Ausreißer da.

4 Grinold, R.C. 1989 „The Fundamental Law of Active Management“, The Journal of Portfolio Management

5 Grinold, R.C. & Kahn R, „Active Portfolio Management: A Quantitative Approach for Producing Superior Returns and Controlling Risk“, McGrawHill

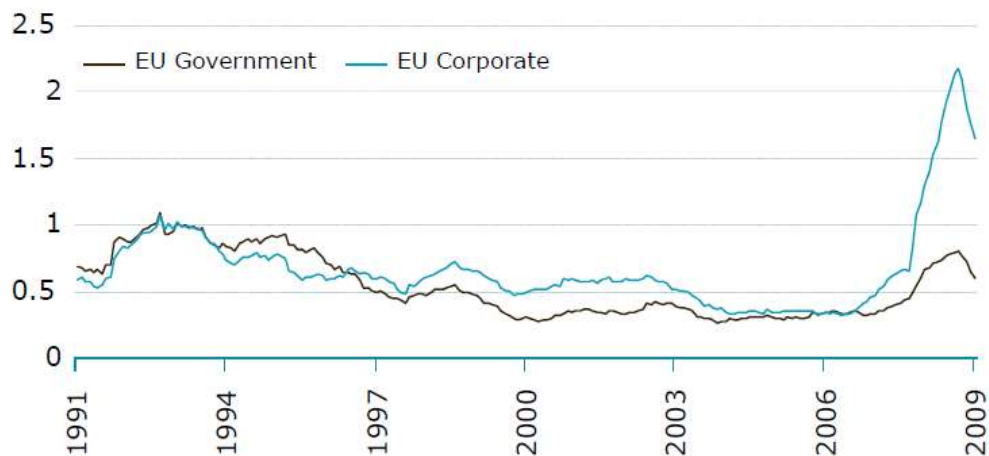
Return Spread vs. Return Dispersion (Verteilung)



Quelle: Huij & Lansorp, Mutual Fund Performance Persistence, Market Efficiency, and Breadth; 2012

Interessant ist auch, dass die Marktbreite nicht stabil im Zeitablauf ist. Beispielsweise hat sich gezeigt, dass sich in den Rentenmärkten der Ergebnisbeitrag von aktivem Management im Zeitablauf sogar erhöht hat. Ein eingängiges Beispiel stellt der europäische Staatsanleihenmarkt dar. Bis vor 4-5 Jahren handelten alle Euro-Staaten quasi auf einem Niveau. Einem aktivem Manager war es nicht möglich grosse Zusatzerträge zu generieren. Die Differenzierung der Emittenten im Zuge der Euro-Staatenkrise gibt einem aktivem Manager wieder mehr „Investment-Opportunitäten“ und führt zu einem möglichen Mehrwert durch aktives Management, die „Market Breadth“ ist gestiegen.

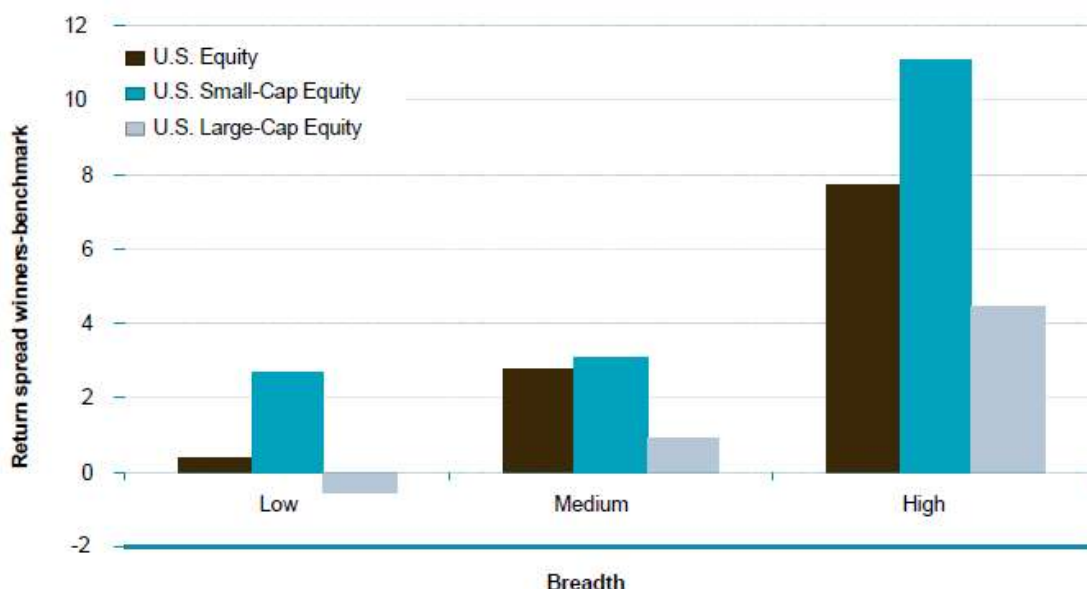
Market Breadth ist im Zeitablauf nicht stabil



Quelle: Robeco Rotterdam, Quantitative Research, 2013

Deutlich belegt werden kann in der Studie auch, dass eine grosse Marktbreite zu deutlich besseren aktiven Ergebnissen führt. Die Differenz zwischen den guten und schlechten Managern wird grösser. Die jährliche Performancedifferenz der guten Fonds zur Benchmark in diesen Phasen liegt substanziell (über 10% p.a. für US Small Caps) über denen, in denen die Marktbreite geringer ist. Dieser Effekt ist in 17 der untersuchten 20 (Teil)-Märkten statistisch signifikant und bestätigt damit, dass die Marktbreite ein wesentlicher Faktor für die Möglichkeit der Outperformance eines aktiven Managers darstellt.

Phasen von hoher Marktbreite sind eine Indikator für ein höheres Outperformancepotential



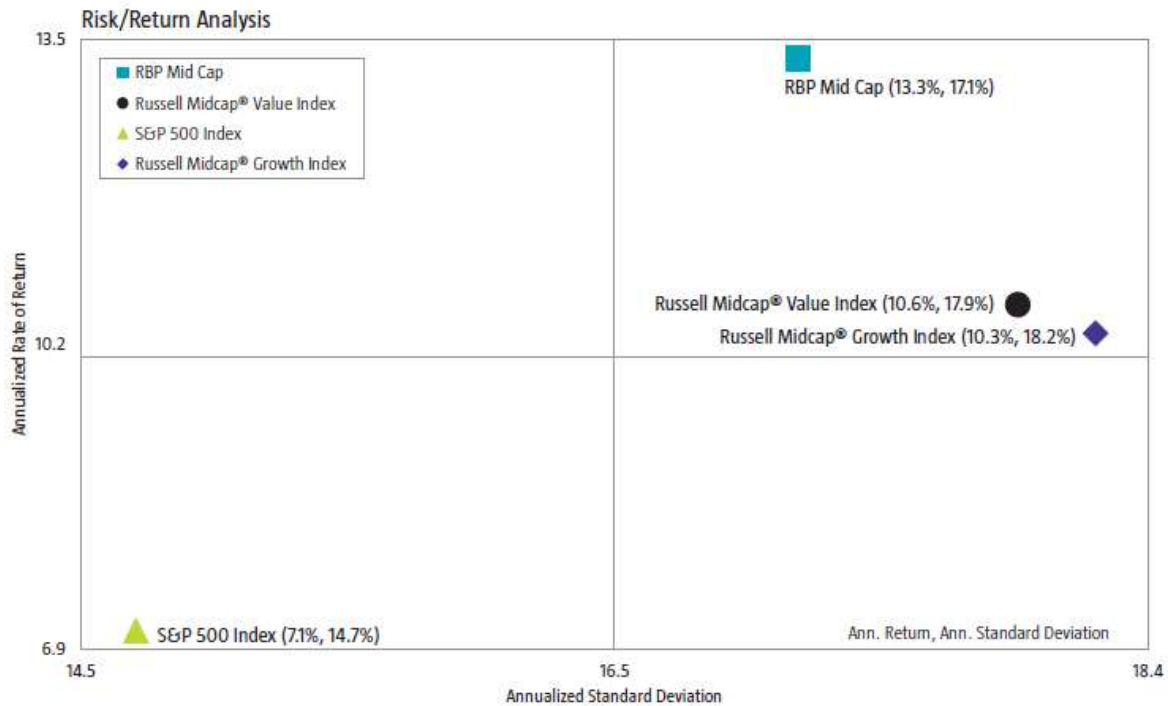
Quelle: Robeco Rotterdam, Quantitative Research, 2013

US-Equities – stabile Outperformance

Die Analysen von Huij & Lansdorp können auch durch den historischen Anlageerfolg der Robeco US-Boutique Boston Partners in der Praxis bestätigt werden. Seit ihrer Auflegung in 1995 sind alle US-Strategien von Boston Partners in der Lage ihre jeweiligen Benchmarks konsistent zu übertreffen.

Beispiel: Robeco Boston Partners Mid Cap Value (USCITS Fonds: US Select Opportunities) Über die vergangenen 10 Jahre konnte die BP Mid Cap Strategie konsistent ihre jeweiligen Referenzmärkte übertreffen und dies bei einem deutlich attraktiverem Ertrags-/Risikoprofil.

US Mid Cap Value - 10 Jahres-Performance-Periode bis Dezember 2012



Quelle: Robeco Boston Partners, Dezember 2012;
The value of your investments may fluctuate. Results obtained in the past are not guarantee for the future.

US Mid Cap Value Equities - Performance-Attribution bis Dezember 2012

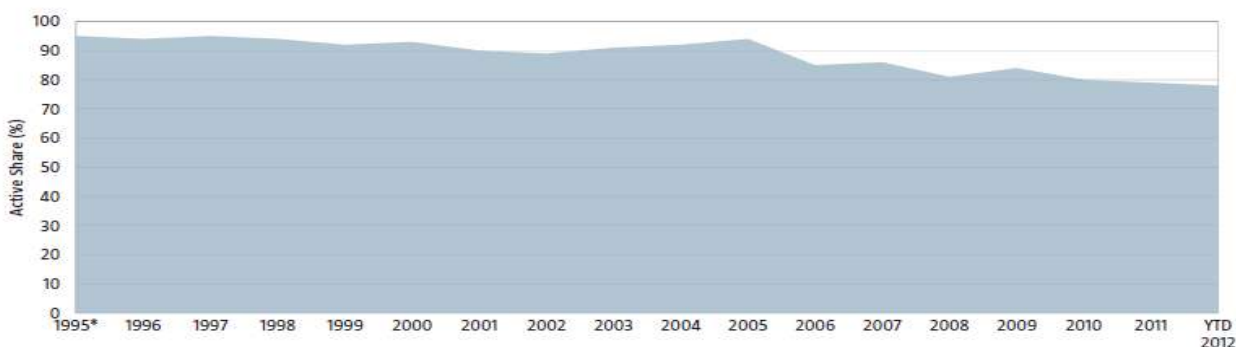
		Basic Industries	Capital Goods	Communications	Consumer Durables	Consumer Non-Durables	Consumer Services	Energy	Finance	Health Care	REITs	Technology	Transportation	Utilities	Total
Weightings	Mid Cap Value	6.62	7.86	2.38	1.76	6.56	17.84	5.99	21.08	8.29	3.87	12.54	0.68	4.53	100.00%
	Russell Midcap® Value Index	6.47	6.60	2.46	3.82	6.45	9.44	5.77	20.29	4.70	10.17	8.25	1.63	13.95	100.00%
	Relative Weight	0.15	1.26	-0.07	-2.06	0.11	8.40	0.22	0.78	3.59	-6.30	4.29	-0.95	-9.42	
Returns	Mid Cap Value	298.89	189.24	98.61	157.49	328.25	262.28	644.20	123.67	239.69	614.83	256.71	545.97	217.01	258.77%
	Russell Midcap® Value Index	316.89	238.49	130.09	76.78	295.64	132.05	434.29	34.12	276.51	181.54	125.98	174.76	238.69	174.31%
Contribution	Sector Allocation	1.68	2.84	1.17	5.05	-1.16	-1.92	1.73	0.32	3.93	0.44	-0.39	1.57	-0.96	14.31%
	Stock Selection	-0.25	-0.96	1.10	3.95	5.15	12.54	3.93	18.06	2.05	7.89	12.58	2.82	1.28	70.15%
		= 84.46%													

Quelle: Robeco Boston Partners, Dezember 2012;
The value of your investments may fluctuate. Results obtained in the past are not guarantee for the future.

Die fundamentale Bottom-up Aktienselektion von Boston Partners nutzt dabei die gesamte Breite des jeweiligen Investment-Universums. Dabei achtet das Portfoliomanagement vor allem auf einen hohen „Active Share“, d.h. eine möglichst unabhängiger Aufbau des Portfolios vom jeweiligen Referenzmarkt. Dieser „Active Share“ bietet damit dem Manager erst die Möglichkeit den Markt zu übertreffen.

US Mid Cap Value Equities – Active Share

We actively manage portfolio construction to take full advantage of the investment universe



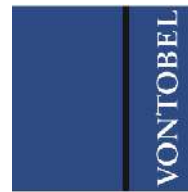
Quelle: Robeco Boston Partners, Dezember 2012

Sie möchten mehr erfahren ?

Sehr gerne ! Bitte schreiben Sie uns: service@robeco.de

Wichtige Informationen:

Wir gehen davon aus, dass Sie die Bedingungen gemäß § 31a (2) WpHG erfüllen und stufen Sie daher als professionellen Kunden ein. Gemäß § 31 Abs. 2 Satz 4 WpHG weisen wir darauf hin, dass die Informationen eine Werbemitteilung darstellen und nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen genügen. Einem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Finanzanalysen unterliegen sie nicht. Diese Informationen wurden von Robeco Asset Management B.V. (Robeco) zusammengestellt und dienen lediglich zur Information und sind nur für diejenige Person bestimmt, an die sie gerichtet ist. Sie basieren auf den Angaben, die dem Fondsverwalter zur Verfügung stehen. Zukunftsgerichtete Aussagen sind Aussagen, die nicht Tatsachen der Vergangenheit beschreiben. Sie umfassen auch Aussagen über unsere Annahmen und Erwartungen. Solche Aussagen beruhen auf Planungen, Schätzungen und Prognosen, die der Robeco-Gruppe bzw. Ihren Mitarbeitern zur Verfügung stehen. Zukunftsgerichtete Aussagen gelten daher nur an dem Tag, an dem sie gemacht werden. Wo erforderlich, können Angaben auf anwendbaren und brauchbaren Schätzungen, jeweils nach Auffassung des Fondsverwalters, basieren. Auf den Inhalt dieses Dokuments wird keinerlei Garantie gegeben. Der Inhalt basiert auf Informationsquellen, die als zuverlässig erachtet werden. Es wird jedoch weder eine Garantie noch eine Erklärung in Bezug auf die Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Information abgegeben, weder ausdrücklich noch stillschweigend. Keine Robeco-Investmentgesellschaften noch ihre Vorstandsmitglieder oder Mitarbeiter haften für Informationen bzw. für die in diesem Dokument geäußerten Empfehlungen, die ohne Vorwarnung geändert werden können. Wir übernehmen keine Verpflichtung, solche Aussagen angesichts neuer Informationen oder zukünftiger Ereignisse anzupassen, noch haftet die Robeco-Gruppe für die Richtigkeit der abgedruckten Informationen. Zukunftsgerichtete Aussagen beinhalten naturgemäß Risiken und Unsicherheitsfaktoren. Eine Vielzahl wichtiger Faktoren kann dazu beitragen, dass die tatsächlichen Ergebnisse erheblich von zukunftsgerichteten Aussagen abweichen. Der Wert der Anlagen kann schwanken. Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für die Zukunft. Sämtliche Angaben werden durch Robeco, Rotterdam, Niederlande, geliefert. Weitere Einzelheiten zum Robeco US Premium Equities, US Large Cap Equities und US Select Opportunities entnehmen Sie bitte dem Verkaufsprospekt. Der Verkaufsprospekt ist erhältlich im Internet unter www.robeco.de sowie kostenlos bei Robeco Deutschland, Taunusanlage 17, 60325 Frankfurt am Main. Sämtliche Urheberrechte, Patente, intellektuelle und sonstige Eigentumsrechte, die auf den Inhalt dieser Information Anwendung finden, wurden von Robeco erworben und gehören Robeco. Es werden weder Rechte in Lizenzen abgegeben noch zuerkannt noch in irgendeiner Weise auf andere Programme übertragen, die Zugang zu diesen Informationen haben. Robeco Institutional Asset Management B.V. ist bei der niederländischen Finanzaufsichtsbehörde in Amsterdam registriert. Robeco Deutschland (Handelsregister Nr. 55163), ist die Zweigniederlassung der Robeco Institutional Asset Management B.V.. Stand aller Angaben, soweit nicht anders angegeben: 28.02.2013



Private Banking
Investment Banking
Asset Management

Performance creates trust

Vontobel - Was ist ein vernünftiger Preis für Qualitätsaktien?

Die Anlagephilosophie von Vontobel Asset Management besteht darin, in Unternehmen zu investieren, die sich durch erstklassiges Wachstum auszeichnen, in unserem Sprachgebrauch «Qualitätsaktien». Gleichzeitig muss der Preis für uns als Anleger vertretbar sein. Diese beiden Merkmale – solides und vorhersehbares (Gewinn-)Wachstum sowie ein «vernünftiger» Preis – sind zudem miteinander verknüpft. Schliesslich steht die Bewertung in direktem Zusammenhang mit der Höhe, Stabilität und Wahrscheinlichkeit des künftigen Gewinnwachstums.

Das Wachstum der Gewinne steht für uns im Zentrum unserer Betrachtungen und bildet einen wesentlichen Faktor für die langfristige Entwicklung der Kurse, der Dividenden und der Aktienrenditen von erstklassigen Titeln. Weniger bedeutend sind unserer Ansicht nach Veränderungen von Bewertungskennzahlen wie beispielsweise dem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV).

Unser Ansatz bringt es mit sich, dass wir für künftige Gewinne durchaus Preise zu bezahlen bereit sind, die im Vergleich zum Gesamtmarkt hoch erscheinen mögen. Unser Augenmerk liegt nämlich nicht nur auf Unternehmen, die ein «erstklassiges» Gewinnwachstum über den gesamten Konjunkturzyklus hinweg erzielen, sondern auch auf solchen, deren Entwicklung in angemessener Weise prognostizierbar ist. Dabei stellen wir fest, dass der Unterschied zwischen einem erstklassigen Wachstum und einem weniger sicheren Wachstum allgemein unterschätzt wird. Aktienbewertungszahlen sind somit nach unserem Dafürhalten nur so gut, wie die zugrundeliegenden Gewinnprognosen «sicher» sind. Ein «vernünftiger» Preis muss unserer Ansicht nach deshalb Fehler bei der Schätzung der künftigen Gewinne berücksichtigen. Wir gehen deshalb mit Augenmass vor. Zwar mögen die «Multiples», die wir bezahlen, im Vergleich zu den Referenzwerten hoch erscheinen. Doch dafür fühlen wir uns bezüglich der zu erwartenden Gewinne und der Bewertung der Unternehmen auf der sicheren Seite.

Die Renditen für Anleger sind nach unserem Verständnis somit primär vom langfristigen Gewinnwachstum abhängig. Veränderungen bei den schwieriger zu prognostizierenden Bewertungskennzahlen, spielen langfristig gesehen eine untergeordnete Rolle. Der wesentliche Faktor für die von uns angestrebten Zuwächse des Ergebnisses pro Aktie (englisch: earnings per share, abgekürzt: EPS) ist eine hohe und stabile Eigenkapitalrendite (englisch: return on equity, abgekürzt: ROE) sowie eine hohe Rendite auf den durch reinvestierte Gewinne erzielten Eigenkapitalzuwachs. Somit ist für uns der ROE die entscheidende Messgrösse für das potenzielle Gewinnwachstum eines Unternehmens.

Das Gewinnwachstum bestimmt wiederum unsere Bewertung. Bei der Bestimmung dieses Kennwertes legen wir den Schwerpunkt auf den Nettobarwert der zu erwartenden künftigen Cashflows aus einer Anlage, das heisst auf den Dividenden und auf dem Wert der Aktie bei einem Verkauf. Dieser Ansatz kommt sowohl bei einzelnen Titeln als auch bei ganzen Portfolios zum Tragen. Betrachtet man die Ergebnisse unseres Anlagestils im Vergleich zu Referenzwerten, so ergeben sich daraus nach unserem Dafürhalten Vorteile aus Anlagen in Unternehmen mit erstklassigem Wachstum. Daraus eröffnet sich

die Möglichkeit von Renditen über dem Marktdurchschnitt, wenn Anleger die Titel über den gesamten Konjunkturzyklus im Depot halten.

Auf Titel setzen, von denen man überzeugt ist

Im Zusammenhang mit der Frage, wie erstklassiges Unternehmenswachstum und ein «vernünftiger» Aktienpreis zusammenhängen, kommt dem Aspekt des Eintreffens der prognostizierten Wachstumsraten eine sehr grosse Bedeutung zu. Schliesslich gibt es viele Beispiele für Unternehmen, bei denen sich die hohen Wachstumserwartungen nicht erfüllt haben. Dies war zum Beispiel bei japanischen und US-amerikanischen Technologie- und Telekommunikationstiteln in den späten Neunzigerjahren oder bei US-Wohnungsbaufirmen zur Mitte des vergangenen Jahrzehnts der Fall.

Abbildung 1: **Toll Brothers EPS – Ist-Zahlen und Prognose zwei Jahre zuvor**

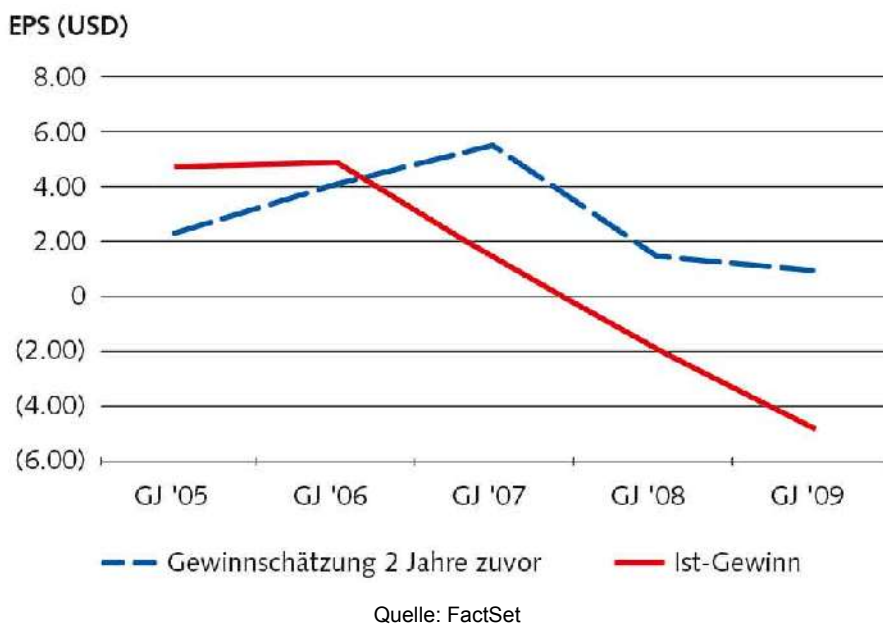
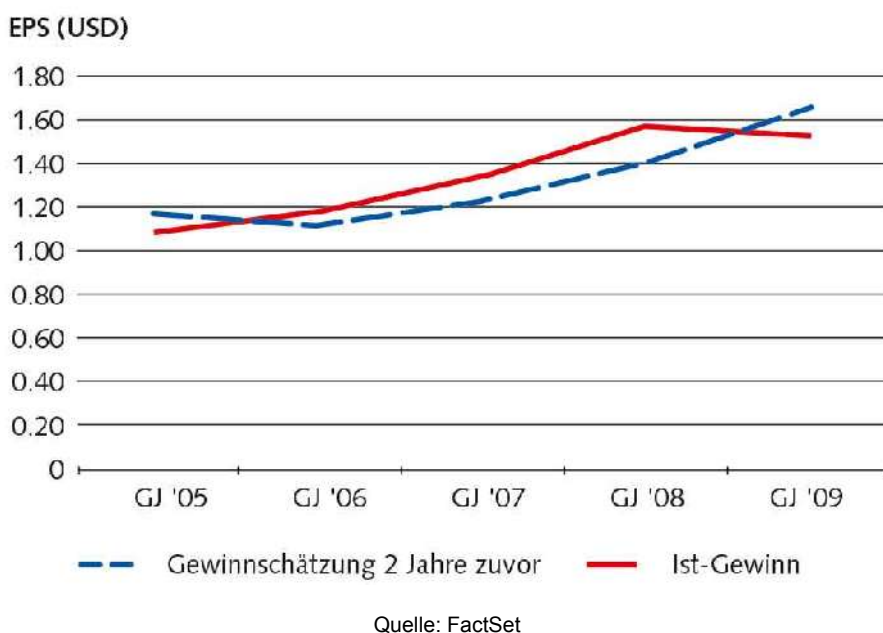


Abbildung 2: **Coca Cola EPS – Ist-Zahlen und Prognose zwei Jahre zuvor**



Unser Grundsatz lautet deshalb: Bei der Bestimmung des Preises für ein Investment müssen wir zwingend eine Sicherheitsmarge einbauen – das heisst, wir müssen die Möglichkeit berücksichtigen, dass wir mit unserer Wachstumsprognose falsch liegen können. Um diese Herausforderung anzugehen, setzen wir auf Unternehmen, bei denen sich die Wahrscheinlichkeit einer falschen Einschätzung in Grenzen hält. In diesem Zusammenhang kann eine niedrige Aktienbewertung in die Irre führen. Wir bezahlen daher lieber einen höheren Preis für ein Gewinnwachstum mit einer hohen Trefferwahrscheinlichkeit, als einen niedrigeren Preis für ein Gewinnwachstum, das bloss auf Hoffnungen der Marktteilnehmer basiert.

In Abbildungen 1 und 2 werden die Gewinne, die während der Konjunkturabschwächung tatsächlich ausgewiesen wurden, mit den Schätzungen verglichen, die die Analysten zwei Jahre zuvor publizierten. Die Grafik links stellt das angesehene US-Wohnungsbauunternehmen Toll Brothers dar. Die Analysten prognostizierten im Jahr 2004 bei Toll Brothers für das Jahr 2006 ein Gewinnwachstum von 74 %. Im Jahr 2005 gingen sie für das Jahr 2007 von einem weiteren Ergebniszuwachs von 33 % aus. Beide Male lagen sie falsch, da sich die Konjunktur rasch abkühlte. So stiegen die Gewinne 2006 lediglich um 2 % und gingen 2007 um 69 % zurück. Beim Zahlenvergleich mit Coca Cola für denselben (zugegebenermassen schwierig zu prognostizierenden) Zeitraum erweisen sich die Gewinnprognosen des US-Getränkeherstellers als wesentlich genauer.

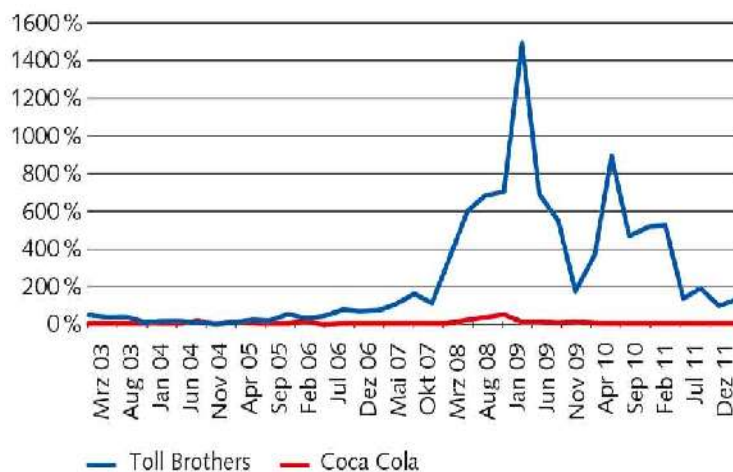
Eine weitere Möglichkeit, die Verlässlichkeit der Gewinnprognosen einzuschätzen, ergibt sich aus der Streuung der Analystenschätzungen, das heisst der Schwankungsbreite der geschätzten Ergebnisse. Manche Unternehmen weisen stets eine hohe Streuung auf, die wiederum Auskunft darüber gibt, wie sehr man den Prognosen für diese Unternehmen vertrauen darf. Natürlich trifft diese Regel nicht immer zu, denn wenn alle Analysten das Gesamtbild ausser Acht lassen, beispielsweise bei der Blasenbildung im (Wohn-)Immobilienmarkt in den USA, dann verliert ein solcher Streuungswert seine Aussagekraft.

Vergleicht man Toll Brothers und Coca Cola in Bezug auf die Schwankungsbreite der Prognosen, noch bevor die Probleme am US-Wohnungsmarkt bekannt wurden, so wird deutlich, dass sich die Gewinnentwicklung von Coca Cola deutlich besser prognostizieren liess. In der Abbildung 3 wird als Streuungsmass die Schwankungsbreite der Schätzwerte (die höchste minus die niedrigste Schätzung) in Prozent des absoluten Schätzungsdurchschnitts dargestellt.

Der Vorteil stabiler Gewinnzuwächse

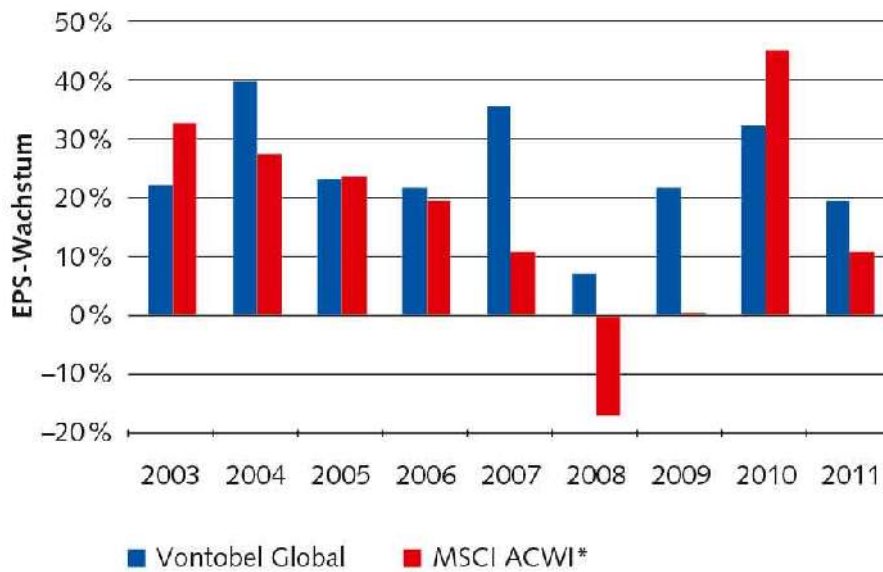
Die Bewertungskennzahlen sind somit nur so gut wie die Qualität der zugrundeliegenden Gewinnprognosen. Oder anders ausgedrückt: Im Rahmen unseres Fonds schätzen wir im Vergleich zur Benchmark die Wahrscheinlichkeit, dass die Gewinnentwicklung unserer Anlagen tatsächlich eintritt, als relativ hoch ein. Im Umkehrschluss schätzen wir die Einschätzung des Marktes hinsichtlich der Gewinnentwicklung und der Bewertung von zyklischeren und daher schwerer zu prognostizierenden Werten als weniger zuverlässig ein.

Abbildung 3: **Streuung der Schätzwerte** – Toll Brothers und Coca Cola



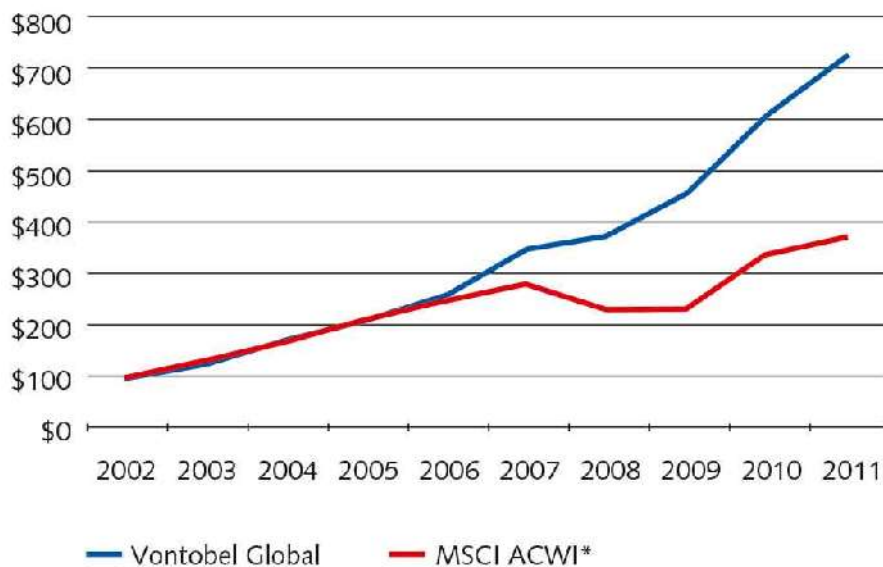
Quelle: FactSet, Vontobel

Abbildung 4: **EPS-Wachstum Vontobel Global ggü. Benchmark***



Quelle: FactSet, Vontobel

Abbildung 5: **Kumulatives globales EPS-Wachstum****



Quelle: FactSet, Vontobel

* Global Equity Representative Account ggü. MSCI All Country World Index (seit Januar 2011) und MSCI World Index (bis Januar 2011). Die Wachstumsraten werden für die Unternehmen im Portfolio bzw. in der Benchmark als gewichteter Durchschnitt der EPS-Veränderung im Gesamtjahr per Jahresultimo des Kalenderjahrs ohne Berücksichtigung von Ausreißern berechnet. Die Berechnung erfolgt in Landeswährung ohne Berücksichtigung der liquiden Mittel.

** Die Grafik stellt die kumulierte Rendite von USD 100 auf Basis des Gewinnwachstums dar.

Die Abbildungen 4 und 5 stellen das Wachstum der gewichteten Durchschnittsgewinne für die per Jahresende gehaltenen Titel des «Global Equity» Fonds (blau) und des MSCI All Country World Index (MSCI ACWI) als Benchmark (rot) dar. 2008 war dabei ein bezeichnendes Jahr. Während die Gewinnentwicklung der Index-Unternehmen, insbesondere der Banken in den Industrieländern, von der Finanzkrise beeinträchtigt wurde, erzielten die Unternehmen in unserem Portfolio auf aggregierter Basis Gewinnzuwächse. Der Vorteil, der sich aus einer Aufrechterhaltung eines stabilen Wachstums ergibt, ist in der rechten Grafik dargestellt. Verglichen werden die kumulativen Gewinne der gewichteten Durchschnittspositionen im Portfolio mit denen der Benchmark. Dabei gilt es zu beachten, dass ein Gewinnrückgang von 50 % in einem Jahr bei einem Gewinnzuwachs von 100 % im Folgejahr erst nach zwei Jahren wieder wettgemacht werden kann.

Schrittweises Wachstum der Eigenkapitalrenditen

Die Rendite, die ein Unternehmen auf dem Eigenkapital erwirtschaftet, ist ein weiteres entscheidendes Auswahlkriterium bei Einschätzung nach dem «vernünftigen» Preis für Qualitätsunternehmen. Die Rendite kann je nach Branche und je nachdem, ob die Gesamtkapitalrendite oder die Rendite auf das eingesetzte Kapital im Vordergrund stehen, schwanken. Der Einfachheit halber legen wir hier den Schwerpunkt auf das Verhältnis von Nachsteuergewinn zu Eigenkapital, auch Eigenkapitalrendite oder ROE genannt. Der ROE ist für uns die wesentliche Kenngröße um die Qualität eines Unternehmens einzuschätzen. Ein stabiler oder steigender ROE über den gesamten Konjunkturzyklus gilt bei den Unternehmen, die für uns für eine Anlage in Frage kommen, als wichtiges Qualitätsmerkmal.

Wesentlich ist hierbei, dass reinvestierte Gewinne, die das Eigenkapital mehren, auch für einen hohen ROE sorgen. Dies bedeutet, dass das Unternehmen über Möglichkeiten verfügt, Kapital im eigenen Betrieb hochprofitabel einzusetzen. Diese Möglichkeiten nutzt es, indem es seine Gewinne nicht ausschüttet, sondern in das eigene Geschäft reinvestiert. Durch die Erträge aus reinvestierten Gewinnen ergibt sich wiederum aus dem Gewinnwachstum und somit ein Zinseszinsseffekt für den Wert des Unternehmens.

Viele Unternehmen sind nicht in der Lage, ihren ROE zu steigern bzw. ihre Gewinne in renditestarke geschäftliche Chancen zu reinvestieren. Dafür können zahlreiche Gründe verantwortlich sein, so beispielsweise der Sektor, in dem sie tätig sind, eine schwache Marktpräsenz oder fehlendes Geschick des Managements. Der Ansatz ist aus mehrerlei Gründen bedeutsam: Wächst ein Unternehmen mit niedrigen Renditen, so stellt sich die Frage, wie das Unternehmen sein Wachstum finanziert. Sofern ein Unternehmen mit einer stabilen Rendite nicht auf externes Kapital zugreift, können seine Gewinne theoretisch nur so stark wachsen wie der zusätzliche ROE multipliziert mit den einbehaltenen Gewinnen, d.h. Wachstumsrate (inklusive Zinseszinsseffekt) = $ROE \times (1 - \text{Ausschüttung})$. Hierbei besteht nun die Gefahr, dass das Management auf Druck der Aktionäre oder durch den Wunsch, mehr zu verdienen, Ergebnisse und Renditen mithilfe von finanztechnischen Massnahmen schönfärbt. Das Unternehmen könnte sich zum Beispiel «günstig» verschulden, um Aktienrückkäufe durchzuführen oder in renditeschwache Geschäftszweige investieren. In die gleiche Kategorie fallen Kapitalerhöhungen, die nicht zu einem Gewinnwachstum sondern zu einer Gewinnverwässerung für die Aktionäre führen. Eine weitere Möglichkeit besteht darin Grossakquisitionen, die von vorhandenen Problemen ablenken sollen, durchzuführen. Von solchen Transaktionen nehmen wir Abstand.

An dieser Stelle sei erwähnt, dass Unternehmen, in die wir investieren, in ihren Bilanzen einen geringen Fremdkapitalanteil (auch finanzieller Hebel genannt) ausweisen sollen. Mit Fremdkapital lässt sich zwar der ROE steigern, es erhöht aber auch die Fixkosten und die Anfälligkeit der Gewinne gegenüber veränderten Rahmenbedingungen. Wir sind daher generell vorsichtig, wenn ein Unternehmen seinen Verschuldungsgrad rasch hochfährt, ohne einen klaren Plan für den Abbau der Schulden vorzulegen.

Ein Unternehmen beziehungsweise ein Portfolio, das auf bestehenden und künftigen Investitionen höhere und stabilere Renditen als der Markt erzielt, wird auch langfristig überdurchschnittliche Renditen erwirtschaften, sei es durch ein höheres Wachstum, geringere Verluste oder geringere Verwässerungseffekte. Dies gilt selbst dann, wenn das Kurs-Gewinn-Verhältnis (in Massen) über dem Marktdurchschnitt liegt.

Beispielrechnung

Im Folgenden soll ein einfacher Vergleich der Gesamtrendite anhand des internen Zinsfußes (englisch: internal rate of return oder IRR) verschiedener Anlagen vorgenommen werden. Der IRR ist eine nützliche Methode zur Messung der relativen Performance mit Blick auf die Gesamtrendite. Mit dem IRR wird berechnet, welche jährliche Verzinsung eine Anlage über die Haltedauer erzielen würde, wenn man den Renditedurchschnitt ermittelt. Daher kann man mit dem IRR das Anlageergebnis von Einzelwerten wie auch von Portfolios vergleichen. Ein aktiv verwaltetes Portfolio verfügt über verschiedene Stabilisierungsmöglichkeiten. Zum einen lassen sich geschäftliche Risiken begrenzen, zum anderen können Titel von Unternehmen, deren Geschäftsgang sich verschlechtert, ausgetauscht werden. Die Titelauswahl ist auch für die aggregierten ROE des Portfolios Ausschlag gebend. Veränderungen bei den einzelnen Unternehmen – die zu grossen Preisausschlägen auf Einzeltitelebene führen können – kommt in diesem Fall eine geringere Bedeutung zu. Werfen wir im Folgenden einen Blick auf die Anlagerendite zweier Musterportfolios (Abbildung 6). Im ersten Beispiel liegt der gewichtete durchschnittliche ROE des Portfolios bei 19 %, im zweiten bei 33 %. Es wird jeweils angenommen, dass der ROE über die gesamte zehnjährige Haltedauer stabil bleibt, so dass in beiden Portfolios eine interne Wiederanlage der Gewinne in eben dieser Höhe erfolgen kann. In beiden Beispielen liegt die Ausschüttungsquote bei 25 % des Periodenergebnisses. Mit Blick auf das Bewertungsniveau ist wichtig, dass das Portfolio mit dem geringeren ROE zu einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von 16x (auf der Grundlage der Gewinne des jeweiligen Jahres) gekauft bzw. verkauft wird. Bei dem Portfolio mit höherem ROE erfolgen der Kauf bei einem KGV von 23x und der Verkauf bei 16x, was einen Rückgang der Bewertungskennzahl von 30 % bedeutet. Das Gewinnwachstum des Portfolios mit höherem ROE gleicht jedoch den Rückgang des KGV mehr als aus und ergibt einen IRR, der über einen Zeitraum von zehn Jahren jährlich um 530 Basispunkte höher ist.

Abbildung 6: **Portfolios mit niedrigerem bzw. höherem ROE**

Portfolio mit niedrigerem ROE										
Jahr	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
(1) Buchwert	100	114	131	149	170	195	222	254	290	332
(2) EPS	19	22	25	28	32	37	42	48	55	63
(3) Reinvestierter Gewinn	14	16	19	21	24	28	32	36	41	47
(4) Dividende		5	5	6	7	8	9	11	12	14
(5) Aktienkauf/-verkauf	(304)									1,008
(6) Cashflows	(304)	5	5	6	7	8	9	11	12	1,022
(7) ROE	19 %									
(8) Dividendenausschüttung	25 %		IRR		21.1 %					
(9) KGV bei Kauf	16x		KAUF-Preis		759					
(10) KGV bei Verkauf	16x		VERKAUF-Preis		3,864					

Portfolio mit höherem ROE										
Year	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Buchwert	100	125	156	194	242	302	377	470	587	732
EPS	33	41	51	64	80	100	124	155	194	241
Reinvestierter Gewinn	25	31	39	48	60	75	93	116	145	181
Dividende		8	10	13	16	20	25	31	39	48
Aktienkauf/-verkauf	(759)									3,864
Cashflows	(759)	8	10	13	16	20	25	31	39	3,912
ROE	33 %									
Dividendenausschüttung	25 %		IRR		21.1 %					
KGV bei Kauf	23x		KAUF-Preis		759					
KGV bei Verkauf	16x		VERKAUF-Preis		3,864					

Hinweis: Im Beispiel für den niedrigeren ROE wird beim Kauf und Verkauf ein ROE von 19 % und ein KGV von 16x zugrunde gelegt; beide Zahlen entsprechen dem MSCI Emerging Markets als Benchmark per Ende 2012 nach Ausschluss der besten und schlechtesten 1 % der Titel als Ausgleich für statistische Ausreisser. Im Beispiel für das höhere ROE wird ein ROE von 33 % und ein KGV beim Kauf von 23x zugrunde gelegt, was einem repräsentativen Portfolio des Vontobel Emerging Markets Equity per Ende 2012 nach Ausschluss der besten und schlechtesten 1 % der Stichprobe als Ausgleich für statistische Ausreisser entspricht.

Das Beispielportfolio mit niedrigerem ROE Schritt für Schritt:

- i) Im 1. Jahr liegt der Buchwert (1) bei 100 USD.
- ii) Die ROE (7) des Unternehmens beträgt 19 %.
- iii) $(1) \times (7) =$ Periodenergebnis. Geht man für das Ergebnis des Unternehmens von einer Aktie aus, so liegt das EPS (2) bei 19 USD.
- iv) Das EPS (2) verteilt sich auf die Ausschüttung (8) in Höhe von 25 % als Dividende (4), die im 2. Jahr gezahlt wird, und den reinvestierten Gewinn (3), der im 2. Jahr zum Buchwert hinzuaddiert wird.
- v) Im 2. Jahr wird dasselbe Verfahren mit einem höheren Buchwert und dem gleichen ROE wiederholt.
- vi) Die Aktie bzw. das Portfolio wird bei einem KGV (9) von 16x EPS aus dem 1. Jahr zu einem Preis (5) von 304 USD gekauft.
- vii) Die Aktie bzw. das Portfolio wird bei einem KGV (10) von 16x EPS aus dem 10. Jahr zu einem Preis (5) von 1008 USD verkauft.
- viii) Der IRR (gelb) wird anhand der Cashflows (6) der Anlage berechnet.
- ix) Wird der IRR als Abzinsungsfaktor verwendet, so ist die Summe der ein- und ausgehenden Cashflows = 0.

ROE gegenüber der Benchmark

Nicht nur die absolute Höhe des zusätzlichen ROEs und der einbehaltenen Gewinne, sondern auch die Stabilität des ROEs ergeben höhere nachhaltige Gewinnzuwächse. Wie bereits dargestellt, kann bei einer Anlage der Zinseszinsseffekt für das Gewinnwachstum bei einem starken Gewinnrückgang kaum genutzt werden.

Als Beispiel (Abbildung 7) sei das Gewinnwachstum «Global Equity»-Portfolios von Vontobel angeführt, das durch einen ROE gestützt wird, der über dem der Benchmark liegt, und zwar sowohl gemessen am gewichteten durchschnittlichen ROE als auch beim Produkt aus ROE multipliziert mit dem Anteil der einbehaltenen Gewinne.

Auf der Suche nach einem starken, stabilen ROE

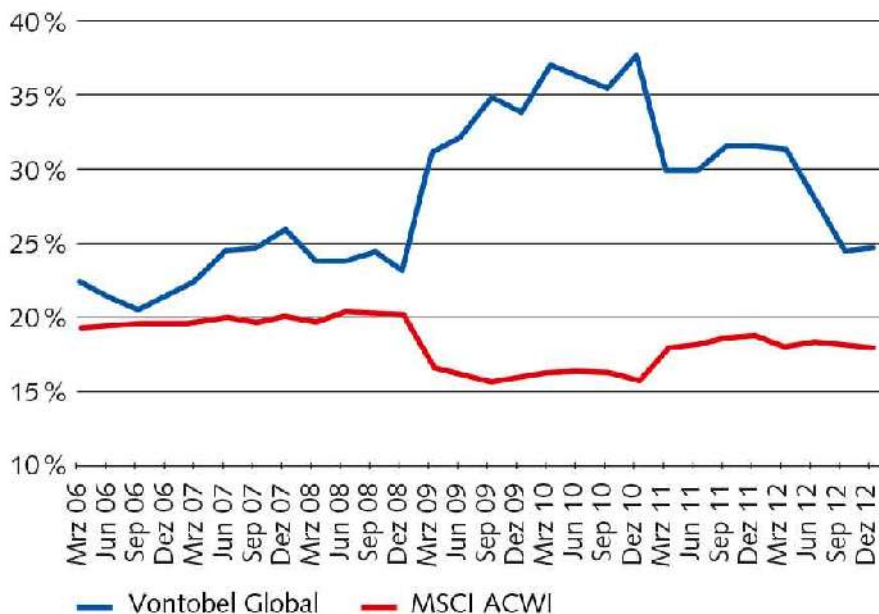
Die Abbildungen 8 und 9 stellen die Veränderungen des gewichteten durchschnittlichen ROEs des «Global Equity»-Fonds im Vergleich zum MSCI ACWI als Benchmark in den vergangenen sechs Jahren dar. Während der Finanzkrise verschoben die Portfoliomanager in einem hektischen wirtschaftlichen Umfeld aktiv die Gewichtung hin zu Titeln, die das Team durch ihre erstklassige Qualität überzeugt hatten. Mit ihrer starken Marktstellung hatten diese Unternehmen in vielen Fällen sogar gute ROE, so beispielsweise Philip Morris International, Nestlé, Coca Cola, Cognizant Technology Solutions und Bureau Veritas. Interessanterweise liegt das Kurs-Gewinn-Verhältnis dieser erstklassigen Unternehmen normalerweise über dem Marktdurchschnitt. Während und nach der Krise wurde diese Regel jedoch aufgrund der schlechteren Ertragslage von Unternehmen mit niedriger Qualität auf den Kopf gestellt.

Abbildung 7: **Vergleich des durchschnittlichen ROE über fünf Jahre**

Vontobel Global Strategy:	ROE 30 %	ROE x (1-Payout) 17 %
MSCI ACWI:	ROE 18 %	ROE x (1-Payout) 11 %

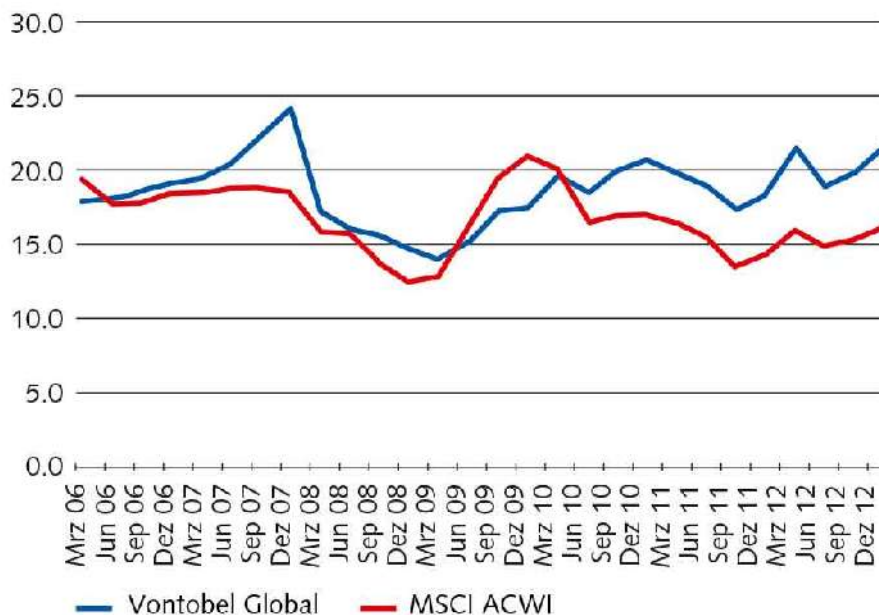
Quelle: FactSet, Vontobel – Zeitraum: 2008-2012

Abbildung 8: ROE – Global Equity ggü. MSCI ACWI



Quelle: Vontobel – Berechnung: 5-Jahres-Durchschnitt der Quartalszahlen

Abbildung 9: KGV – Global Equity ggü. MSCI ACWI



Quelle: Vontobel – historisch, KGV der vergangenen 12 Monate

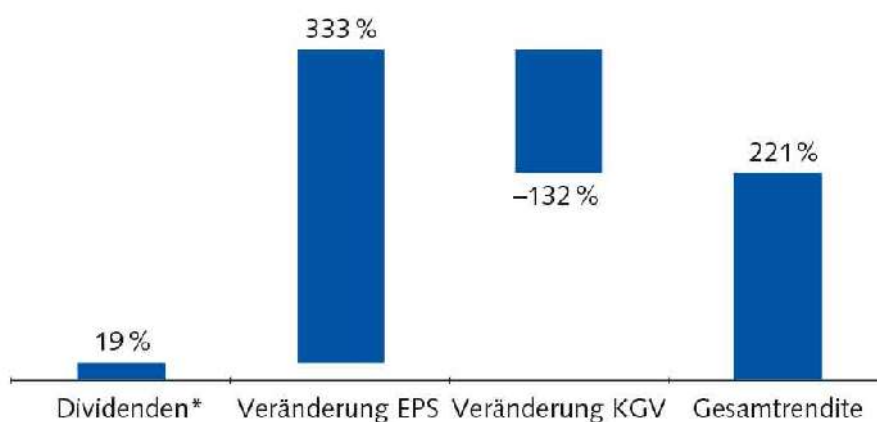
Was treibt die Renditen?

Die Bewertung sollte nach unserer Einschätzung nicht nur die Höhe, Stabilität und Dauerhaftigkeit des Wachstums sondern auch die Wahrscheinlichkeit widerspiegeln, wonach dieses Wachstum gemäss unseren Erwartungen auch tatsächlich eintritt. Die Stabilität und Dauerhaftigkeit des Wachstums kann den Wert eines Titels erheblich beeinflussen; ein Faktor, der von Investoren häufig unterschätzt wird.

Bei längerfristigen Anlagen ist das Gewinnwachstum der wichtigste Renditefaktor. Zusätzlich hängt die Höhe der Dividenden bei Einzeltiteln normalerweise von der Höhe der Gewinne ab. Auf Portfolioebene ist dieser Zusammenhang weniger ausgeprägt: Hier stehen unter Umständen Wachstumsunternehmen mit niedriger Ausschüttung, wie zum Beispiel Amazon.com (USA) oder HDFC Bank (Indien), Seite an Seite mit dividendenstarken Titeln, wie beispielsweise Enbridge (Kanada), Coca Cola Amatil (Australien) oder British American Tobacco (Grossbritannien).

Der Zusammenhang zwischen hohem Gewinnwachstum – sowie in geringerem Masse den Dividenden – und dem Renditewachstum lässt sich anhand einer Grafik (Abbildung 10), die sich auf die Beispielrechnung für ein Portfolio mit höherem ROE bezieht, darstellen. Selbst wenn das KGV im Zehnjahres-Zeitraum zurückgeht, bleibt die Gesamtrendite hoch und liegt deutlich über den üblichen Opportunitätskosten.

Abbildung 10: **Zehnjahres-Rendite nach Komponenten (abgezinst) für Portfolios mit höherem ROE**

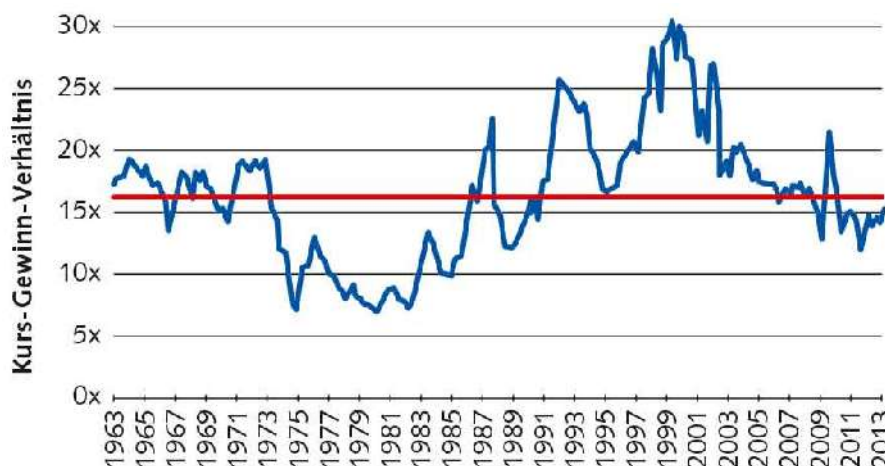


Quelle: Vontobel

* in Prozent des ursprünglichen Anlagebetrags
 Hinweis zur Berechnung: EPS: Veränderung des EPS zwischen dem 1. und 10. Jahr multipliziert mit dem KGV bei Kauf. KGV: Veränderung des KGV zwischen Kauf und Verkauf multipliziert mit dem EPS im 10. Jahr. Beispiel: Zehnjahres-Zeitraum mit stabilem ROE von 33 %, Ausschüttung von 25 % des Periodenergebnisses, KGV bei Kauf 23x, KGV bei Verkauf 16x, Abzinsungsfaktor 6 %.

Interessanterweise können die Gewinne und Dividenden über Jahrzehnte hinweg steigen und somit eine nachhaltige Renditequelle darstellen. Das KGV schwankt hingegen innerhalb einer gewissen Bandbreite. Im Zeitverlauf kehren Bewertungskennzahlen, wie Abbildung 11 zeigt, immer wieder zu ihrem Mittelwert zurück.

Abbildung 11: S&P 500 – KGV tendiert zum Mittelwert (Mean Reversion)

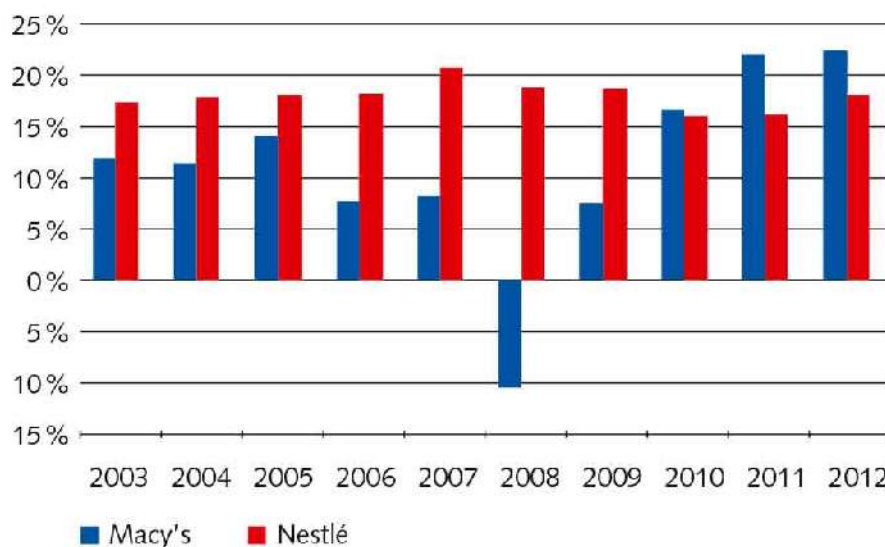


Quelle: Bloomberg, Vontobel

Renditerelevante Faktoren: Praxisbeispiel

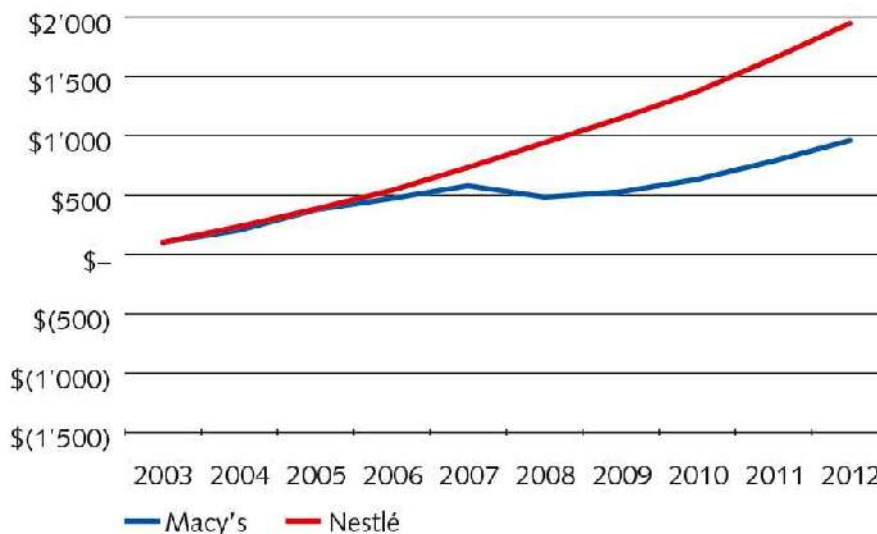
Ein Beispiel aus der Praxis macht die erwähnten Zusammenhänge deutlich. Zu diesem Zweck vergleichen wir die Unternehmenskennzahlen und Renditen eines zyklischen Wachstumsunternehmens mit denen eines stabilen (nicht-zyklischen) Wachstumsunternehmens (Abbildung 12 und 13).

Abbildung 12: Jährliche Eigenkapitalrendite (ROE) von Nestlé und Macy's



Quelle: FactSet, Bernstein Research, Vontobel

Abbildung 13: Kumulatives EPS von Nestlé und Macy's



Quelle: FactSet, Bernstein Research, Vontobel

Hinweis zur Berechnung: EPS-Wachstumsraten in US-Dollar zur Veranschaulichung des kumulativen Wertes von 100 US-Dollar, der sich proportional zum kumulativen EPS erhöht. Macy's: Für 2012 werden im gesamten Dokument vorläufige Zahlen für das per Januar 2013 endende Geschäftsjahr verwendet. Nicht berücksichtigt sind Wertminderungen auf Geschäfts- oder Firmenwerte in Höhe von 5.4 Milliarden US-Dollar im Jahr 2008. Nestlé: In den Zahlen für 2008 blieb ein Ertrag von 10.4 Milliarden US-Dollar aus dem Verkauf eines 24.8 %-Alcon-Anteils an Novartis unberücksichtigt.

Als Beispiel für ein zyklisches Unternehmen haben wir Macy's ausgewählt. Macy's ist eine Kaufhaus-Einzelhandelskette mit 842 Ladengeschäften und zwei Marken, die unter den Namen Macy's und Bloomingdale's auftreten. Macy's ist ausschliesslich in den USA tätig. Das nicht-zyklische Beispiel ist Nestlé. Nestlé ist ein global tätiger und breit diversifizierter Nahrungsmittel- und Getränkekonzern mit 29 Marken (Nescafé, Perrier, KitKat, Stouffers, Purina etc.), die jeweils Umsätze von über 1 Milliarde US-Dollar erwirtschaften. Nestlé ist in knapp 200 Ländern tätig und erzielt 40 % der Umsätze in den Schwellenländern. Der Verschuldungsgrad des Unternehmens ist gering: Im Jahr 2012 betrug das Verhältnis von Nettoverschuldung zu Eigenkapital 26 % verglichen mit 84 % bei Macy's.

In den vergangenen zehn Jahren zeichnete sich Nestlé durch Stabilität hinsichtlich Gewinnwachstum und Dividendenzahlungen aus. Zwischen 2003 und 2012 erhöhte sich das EPS des Unternehmens in US-Dollar gemessen um 145 %. Bei Macy's betrug die EPS-Steigerung im selben Zeitraum 93 %, doch die Gewinnentwicklung war unsteter und die Dividendenausschüttungen unregelmässiger. Im Beobachtungszeitraum lag Macy's IRR bei 13.3 %, wobei das KGV um 50 % von 8.0x im Jahr 2003 auf 12.0x zum Jahresende 2012 zunahm. Im selben Zeitraum erzielte Nestlé ein IRR von 17.3 % bei einem KGV, das sich von 16.9x im Jahr 2003 auf 17.7x im Jahr 2012 erhöhte. Abbildung 14 und 15 zeigen die Zusammensetzung der Renditen aus Dividenden, Gewinn- und KGV-Veränderungen oberhalb der geforderten Mindestverzinsung (6 %) in Prozent des ursprünglichen Anlagebetrags. Wichtig ist dabei der erhebliche Einfluss des Gewinnwachstums, das sowohl das KGV als auch die Dividendenströme beeinflusst. Aus den Grafiken geht hervor, dass die Rendite der Aktionäre bei beiden Unternehmen die Opportunitätskosten überstieg, im Falle von Nestlé sogar deutlich darüber lag. Bei Macy's stammt die abgezinst Rendite hauptsächlich aus einem höheren KGV, was langfristig keinen nachhaltigen Renditefaktor darstellt. Bei Nestlé sind hingegen Gewinne und Dividenden «am Werk», also deutlich nachhaltigere und besser prognostizierbaren Faktoren. Ebenso kann man zur Veranschaulichung der Vorteile, die aus stabilen ROE, Gewinnen und Dividendenzuwächsen entstehen, die Entwicklung der

Dividendenrendite heranziehen, die anhand des ursprünglichen Kaufpreises berechnet wird. Wie aus Abbildung 16 hervorgeht, ergibt sich aus der Stabilität des Geschäfts von Nestlé eine deutlich höhere Rendite auf dem Kaufpreis.

Abbildung 14: Zehnjahres-Rendite nach Komponenten (abgezinst) für Macy's (2003-2012)

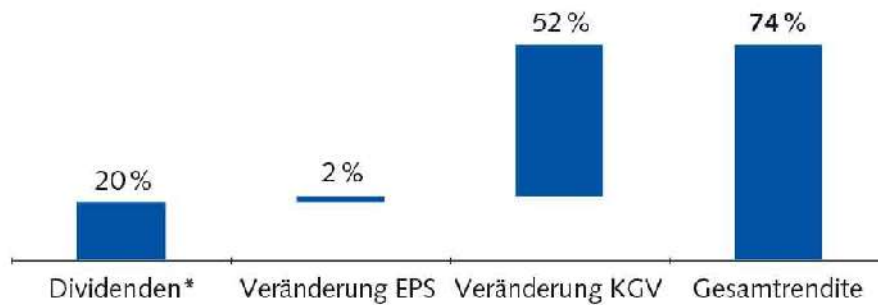
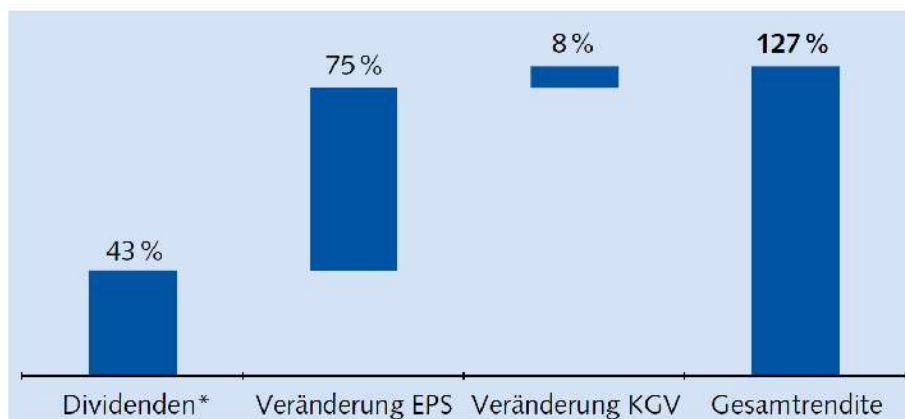
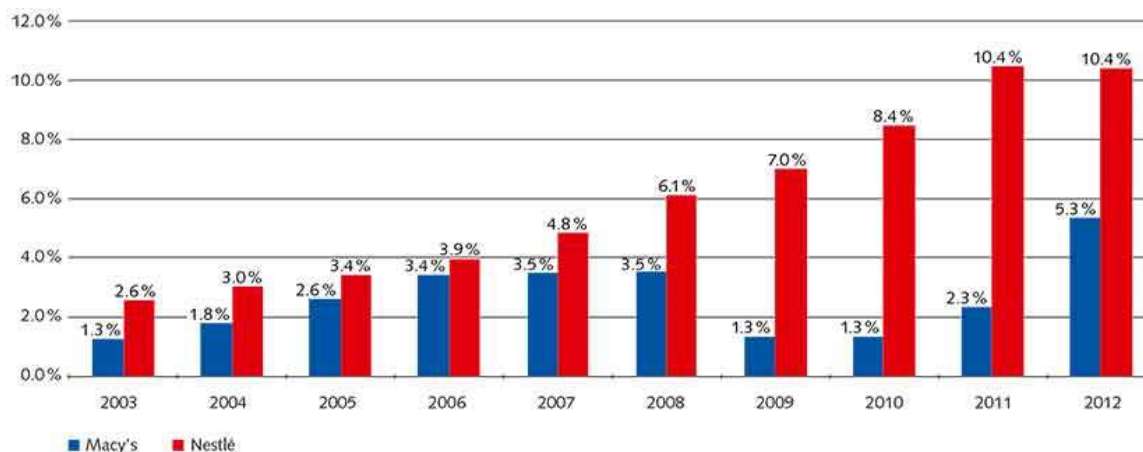


Abbildung 15: Zehnjahres-Rendite nach Komponenten (abgezinst) für Nestlé (2003-2012)



Quelle: FactSet, Vontobel - * in Prozent des ursprünglichen Anlagebetrags Abzinsungsfaktor 6 %

Abbildung 16: Dividendenrendite im Bezug zum Kaufpreis der Aktie*



Quelle: FactSet, Vontobel - * Renditeberechnung anhand des Aktienkurses per Jahresultimo 2002

Aktienbewertung – KGV als springender Punkt

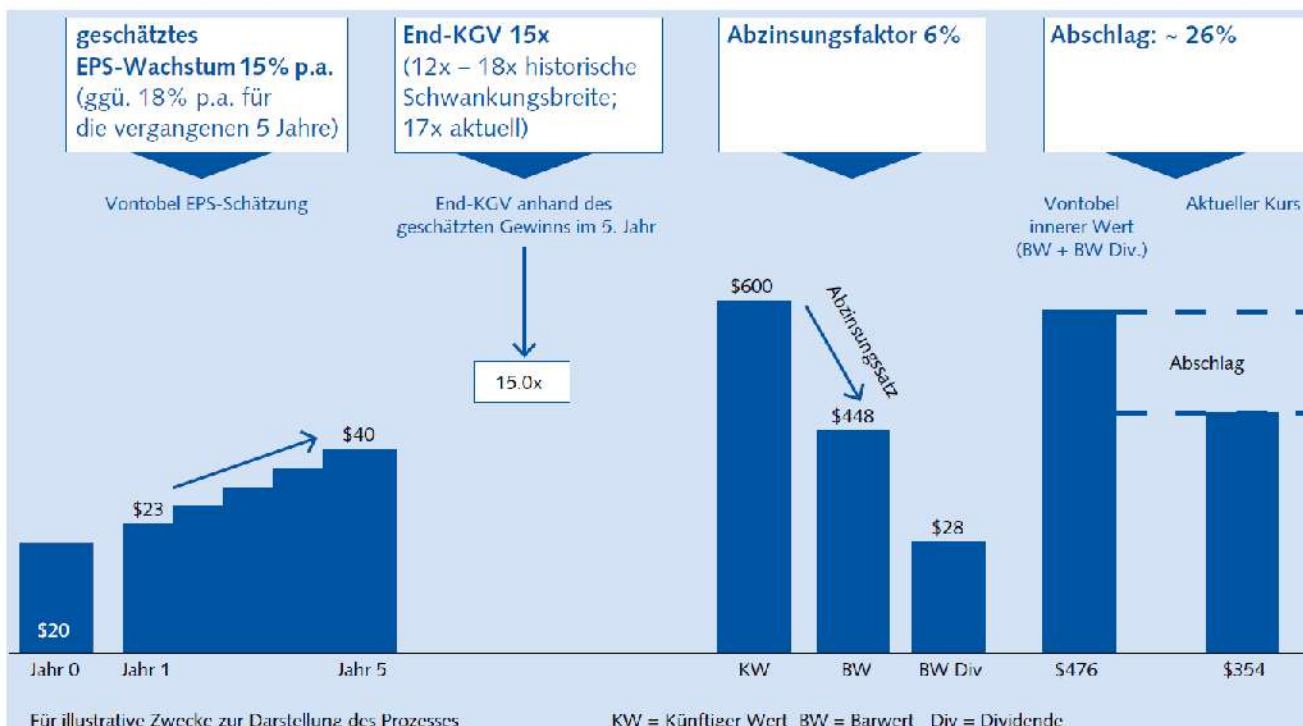
Eine historische Betrachtung der Entwicklung eines Unternehmens ist nur bedingt aussagekräftig, da hierbei keine Prognoserisiken auftreten. Bei der Bewertung einzelner Unternehmen wählen wir gemeinhin einen Prognosezeitraum von fünf Jahren – der Anlagehorizont soll sich möglichst über den ganzen Konjunkturzyklus hinweg erstrecken. Zudem gleichen sich kurzfristige positive oder negative Ausschläge aufgrund von temporären Markt- oder Konjunkturfaktoren über eine solche Zeitdauer aus.

Zur Bewertung von Unternehmen aus verschiedenen Branchen und in unterschiedlichen Entwicklungsstadien verwenden wir eine Reihe von Methoden. Unser wichtigster Bewertungsmaßstab – die Schätzung des Barwerts der voraussichtlichen Gesamterträge über eine fünfjährige Haltedauer – erweist sich jedoch für die meisten Unternehmen als nützlich.

Der Prozess wird in Abbildung 17 dargestellt. Zunächst prognostizieren wir das EPS für fünf Jahre und multiplizieren dann die Zahl für das End-Jahr mit einem für diese Periode angemessenen KGV. Als Grundlage für diese Kennzahl dient uns die historische Handelsspanne der Aktie, bereinigt um das zu diesem Zeitpunkt absehbare Wachstumspotenzial des Unternehmens. Der resultierende Wert liegt häufig auf dem Niveau des aktuellen KGV oder darunter. Der Kerngedanke dabei lautet: Wenn Aufwärtspotenzial besteht, so sollte der massgebliche Kursfaktor die Gewinnentwicklung und nicht das KGV sein. Das künftige fünfjährige Kursziel wird mithilfe eines Abzinsungsfaktors, der die Opportunitätskosten widerspiegelt, auf seinen Barwert abgezinst. Hinzuaddiert werden die Barwerte der prognostizierten Dividenden für denselben Fünfjahreszeitraum, wobei derselbe Abzinsungsfaktor verwendet wird.

Unserer Ansicht nach liegt der Markt bei der Bestimmung des Kurs-Gewinn-Verhältnisses für Unternehmen mit nachhaltigem Wachstum regelmässig falsch. Viele institutionelle Anleger nehmen offenbar an, dass das Unternehmenswachstum mit den Jahren zwangsläufig nachlässt, weil es zu seinem Mittelwert zurückkehrt, und gehen daher von einem unrealistisch niedrigen KGV aus. Dabei lassen sie ausser Acht, dass starke Unternehmen über Jahrzehnte hinweg über dem Marktdurchschnitt wachsen können, bevor sie von ihrer Grösse oder anderen Faktoren gebremst werden. Als Beispiel sei British American Tobacco angeführt, ein Unternehmen, das schon vor einem Jahrhundert gemessen an der Marktkapitalisierung zu den zwölf grössten der Welt zählte (1912) und dennoch im Zehnjahres-Zeitraum bis 2012 sein EPS kumulativ um 15 % steigern konnte.

Abbildung 17: Aktienbewertungsmodell – Vontobel Asset Management



Quelle: Vontobel

Mit Blick auf die geforderte Mindestverzinsung bzw. die Opportunitätskosten, die im Abzinsungsfaktor abgebildet werden, wählen wir einen einfachen Ansatz. Aus unserer Sicht stellt der Abzinsungsfaktor eine Schätzung der Opportunitätskosten für das Nicht-Halten einer alternativen Aktienanlage in einem normalisierten Marktumfeld dar. Für ein stabiles Unternehmen aus den Industrieländern setzen wir hierfür normalerweise 6 % an, für Unternehmen aus den Schwellenländern einen höheren Prozentsatz. Diese Abzinsungsfaktoren behalten wir auch in einem Niedrigzinsumfeld bei, wie es seit der Finanzkrise 2008 in den Industrieländern vorherrscht. Die traditionelle Verwendung von Zinssätzen und Marktaufschlägen zur Bestimmung eines angemessenen Abzinsungsfaktors hat sich nach unserer Erfahrung als gefährlich erwiesen und bietet wenig Vorteile.

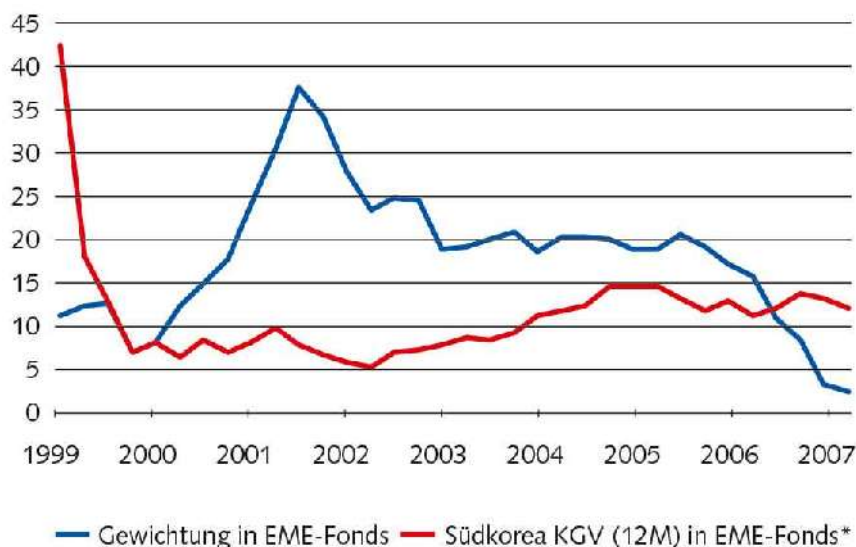
Als Ergebnis erhalten wir den geschätzten Barwert für eine fünfjährige Haltedauer der Aktie, den wir mit dem Marktpreis vergleichen. In der Regel setzen wir einen Abschlag von 25 % zwischen unserer Schätzung und dem Marktwert voraus, um eine neue Anlage in unser Portfolio aufzunehmen. Allerdings besteht hier eine gewisse Spanne, je nachdem, wie überzeugt wir davon sind, dass das Unternehmen das von uns prognostizierte Wachstum tatsächlich erzielen kann.

Unvernünftige Preise

In unseren Strategien versuchen wir, den Portfolioumsatz möglichst gering zu halten, obschon die Fonds keinesfalls statisch sind. Eine Position wird verkauft, sobald wir nicht mehr davon überzeugt sind, dass das Unternehmen erstklassiges Wachstum erzielen kann. Häufiger werden aber Umschichtungen in unserem Portfolio durch veränderte Bewertungen ausgelöst. So ist das KGV, das wir für Aktien bezahlen, sowohl aus absoluter wie auch aus relativer Sicht relevant, wobei mit «relativ» nicht der Vergleich zum Markt, sondern zu anderen Unternehmen mit erstklassigem Wachstum gemeint ist. Zuweilen beeinflussen Ereignisse, die keinen Zusammenhang zu einem Unternehmen aufweisen, dessen Bewertung und bieten eine interessante Gelegenheit zum Kauf oder Verkauf. Im Jahr 2002 kam es beispielsweise im Zuge der Asienkrise zu einem Absturz der Bewertungskennzahlen für erstklassige Titel aus Südkorea. Die

Rückgänge waren aus unserer Sicht bei einer Reihe der betroffenen Unternehmen aufgrund ihrer hohen Qualität ungerechtfertigt, so dass wir unsere Positionen ausbauten. Durch die Zukäufe erreichte unsere Gewichtung von südkoreanischen Werten innerhalb des «Emerging Market Equity»-Fonds einen Spitzenwert von 37 %. Bis 2007 fiel dieser Wert dann auf weniger als 3 %, da die Kennzahlen wieder angestiegen waren und andere erstklassige Titel attraktiver erschienen (Abbildung 18).

Abbildung 18: **Südkorea KGV und Gewichtung im EME-Fonds**



Quelle: FactSet, Vontobel - * Gewichtetes durchschnittliches KGV der Positionen im Fonds 12 M: für die nächsten zwölf Monate

Vernünftige Preise

Unsere Anlagephilosophie besteht darin, in Unternehmen mit erstklassigem Wachstum zu vernünftigen Preisen anzulegen. Zuweilen mögen die von uns gezahlten Preise im Marktvergleich als hoch erscheinen. Allerdings sind die Gewinne, die Anleger «am Markt» erzielen können, häufig mit Unsicherheiten behaftet. Ein höheres KGV ist bei einem Unternehmen mit hohem ROE, das über Möglichkeiten verfügt, Gewinne mit hohen Renditen in das eigene Geschäft zu reinvestieren, gerechtfertigt. Unternehmen, die diese Voraussetzungen nicht erfüllen, sollten entsprechend «günstiger» sein. Wenn eine Gesellschaft Gewinne in das eigene Geschäft reinvestiert, wird sie im Zeitverlauf ein höheres Gewinnwachstum und höhere Renditen für ihre Anleger erzielen. Der Trick ist, die richtigen Unternehmen, die die in sie gesetzten Hoffnungen erfüllen, zu auswählen. Je grösser die Gewissheit, dass ein Unternehmen tatsächlich erstklassig ist und über Wachstumschancen verfügt, desto mehr kann ein Anleger für dieses Unternehmen bezahlen und dennoch über den Konjunkturzyklus hinweg Renditen über dem Marktdurchschnitt erwirtschaften.

Die Autoren dieser Publikation



Rajiv Jain
Chief Investment Officer
Vontobel Asset Management, Inc.



Sudhir Roc-Sennett
Senior Portfolio Advisor
Vontobel Asset Management, Inc.

TELOS Quant Rating

Das TELOS Quant Rating – Methodik

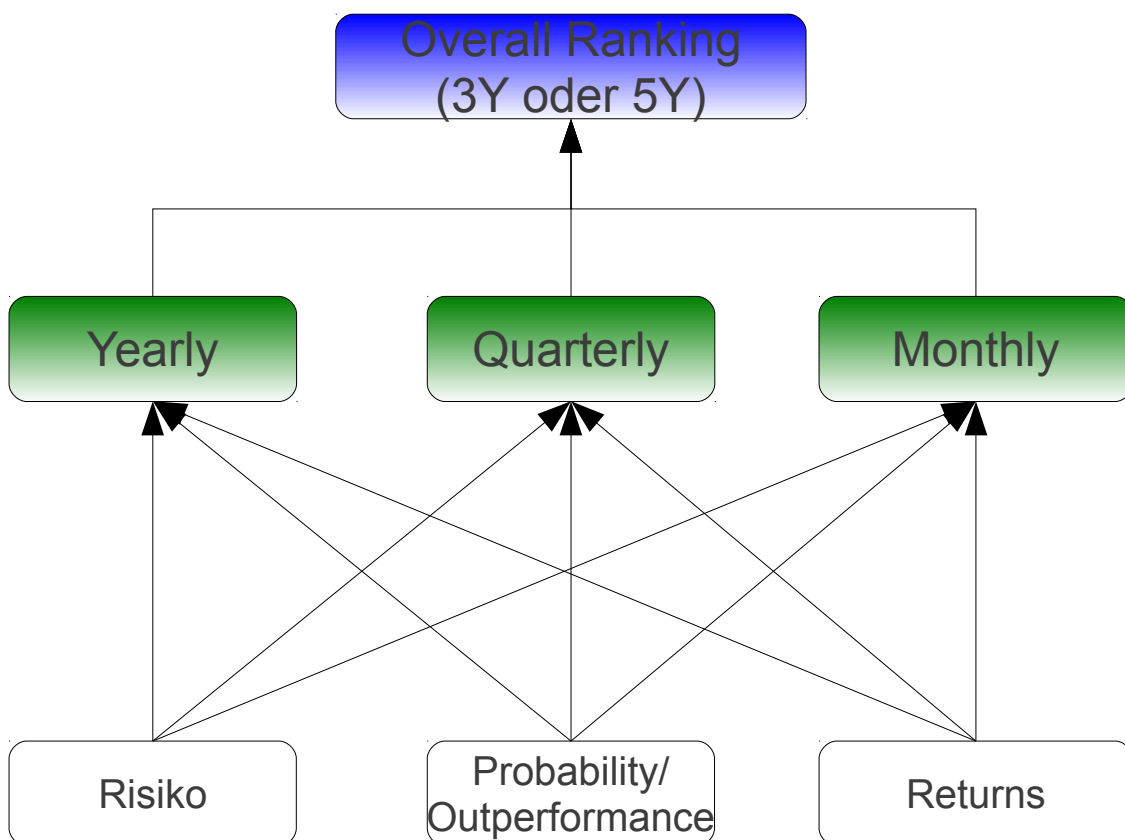


Das TELOS Quant Rating wurde von der TELOS GmbH entwickelt, um Investmentfonds einer Peergroup hinsichtlich ihrer Qualität zu vergleichen und zu ordnen.

Als Qualitätsmaß dient eine skalierbare, mittels einer proprietären quantitativen Ratingmethodik bestimmte Bewertungsgröße.

Die verwendete Datenbasis zur Ermittlung dieser Bewertungsgröße sind die Zeitreihen der Wertentwicklung der betrachteten Investmentfonds. Investmentfonds werden dabei bezüglich ihrer Erfolgsbeständigkeit hinsichtlich Ertrag, Risikoverhalten und Wahrscheinlichkeit der Outperformance der Peergroup innerhalb von verschiedensten Zeitintervallen untersucht.

Das TELOS Quant Rating sichert somit eine stabile Aussage über die Qualitätsbeständigkeit eines Investmentfonds durch die Diversifikation der Analyse auf zwei Ebenen – Zeitreihen und Algorithmen.



Ermittlung der Bewertungsgröße – Der Ratingprozess

Step 1:

TELOS definiert eine Gruppe von Investmentfonds, welche sich hinsichtlich der Eigenschaft, sich als Investment in einen bestimmten Markt zu qualifizieren, ähneln (Peergroup). Eine Peergroup kann dabei z.B. als regionale Abgrenzung und/oder als verfolgte Investmentstrategie angesehen werden.

Step 2:

TELOS greift auf den Kooperationspartner Financial Express UK als Datenlieferant zu, welcher die Datenbasis in Form aller relevanten Zeitreihen (Wertentwicklungen) für die Ratingmethodik bereitstellt. Zugriffen wird auf die Wertentwicklungen auf Monatsendbasis (Kalendermonate).

Step 3:

Die Ratingmethodik:

Ziel der Ratingmethodik ist die Aussage inwieweit für einen Investmentfonds mit beständig guten Ergebnissen gerechnet werden kann (Nachhaltigkeit der Ergebnisse). Ein gutes Ergebnis wird dabei bestimmt durch 3 aufeinander abgestimmte Bewertungskriterien, die sich in unterschiedlichsten Zeitintervallen stabil wiederzufinden haben. Alle drei Punkte müssen gleichermaßen erfüllt sein.

1. Ertrag im Vergleich zu dem zur Ertragsgenerierung eingegangenen Risiko
2. Wahrscheinlichkeit, dass ein Investmentfonds eine bessere Performance generiert als andere Investmentfonds seiner Peergroup
3. Returns

Für alle drei Bewertungskriterien werden bis zu 10 verschiedene Bewertungsgesichtspunkte herangezogen und untersucht (Beispiele für 1.: Sharpe-Ratio, Information Ratio), wodurch die Verlässlichkeit der Aussagen über die 3 Bewertungskriterien durch Diversifikation über mögliche Interpretationsmöglichkeiten erhöht wird.

Die Stabilität der Aussage zu den Kriterien 1 bis 3 wird ferner dadurch gesichert, dass die entsprechende Analyse auf unterschiedlichste Performanceintervalle, von monatlicher bis jährlicher Performance, erfolgt.

Zudem werden nicht nur die Ausprägungen der zu 1 bis 3 ermittelten Größen herangezogen, sondern auch die Schwankung dieser Größen.

Das Durchlaufen aller beschriebenen Ebenen sichert die Aussagestabilität der Ratingergebnisse.

Es wird somit sichergestellt, dass zufällige, fondsuntypische Entwicklungen die Ratings nicht beeinflussen können.

TELOS führt diese Untersuchung für die Zeiträume 3 und 5 Jahre durch.

Den Investmentfonds werden entsprechend ihrer Bewertung im TELOS Quant Rating 1 bis 5 Diamanten verliehen. Die besten 20 % erhalten fünf Diamanten, die schlechtesten 20 % einen Diamanten.

Fondsinformationen und TELOS Quant Ratings - Ergebnisse

Hinweis: Die auf den Seiten 75 – 81 dargestellten Informationen sind nicht für Privatanleger bestimmt. Die dargestellte ISIN LI0008328218 ist nicht zum öffentlichen Vertrieb in Deutschland zugelassen. Bitte wenden Sie sich bei Fragen zur Strategie an die Classic Fund Management AG

Classic Global Equity

Firma	Classic Fund Management AG
Strasse, Nr.	Austrasse 15
PLZ	9495
Ort	Triesen - Liechtenstein
Ansprechpartner - Retail	
Telefon	00423 232 37 39
Fax	00423 232 30 50
E-Mail	info@classicfund.li
Ansprechpartner - institutionelles Geschäft	
Telefon	00423 232 37 39
Fax	00423 232 30 50
E-Mail	info@classicfund.li
Fondsmanager	
Telefon	00423 232 37 39
Fax	00423 232 30 50
E-Mail	info@classicfund.li
Web-Site	www.classicfund.li

Das besondere Know-how

Investieren nach dem Value-Stil

Im Kern besteht der Value-Stil darin, den inneren Wert eines Unternehmens zu bestimmen und die Wertpapiere jener Unternehmen zu kaufen, die am stärksten unterbewertet sind. Um einen befriedigenden und nachhaltigen Wertzuwachs zu erzielen und die damit verbundenen Risiken seriös abschätzen zu können, ist es unerlässlich, Branche, Unternehmen und Management einer Firma, in die man investieren will, möglichst genau zu kennen. Deshalb analysieren wir als erfahrene Finanzanalysten und Portfoliomanager jede Anlage selbst.

Wir suchen nach Wertschriften

- die in Bezug auf den inneren, effektiven Wert stark unterbewertet sind
- bei denen das Risiko eines nachhaltigen Verlustes gering ist

Wir bestimmen den inneren Wert jeder Anlage

Die Unterbewertung kommt meist dadurch zustande, dass die Börse auf negative Unternehmensmeldungen oder politische und wirtschaftliche Nachrichten mit übertriebenen Kursabschlägen reagiert. Sie unterschätzt in solchen Phasen die durchschnittlich über einen Konjunkturzyklus hinweg vorhandene Ertragskraft bzw. die Wachstumsperspektiven und damit den inneren Wert des Unternehmens. Für die Bestimmung des inneren Wertes wenden wir verschiedene Analysemethoden an: die gängigen Multiplikatoren wie Kurs/Gewinn-Verhältnis, Gewinndiskontierungs-Modelle, Sum of the parts Bewertung, Private market Bewertung, relative Bewertung innerhalb einer Branche, usw.

Wir kaufen mit einer Sicherheitsmarge

Sicherheit im Sinne von Vermeidung nachhaltiger Verluste ist uns ebenso wichtig wie das Erzielen von Gewinn. Deshalb kaufen wir nur deutlich unterbewertete Titel. Das schafft eine Sicherheitsmarge, eine "margin of safety", und ist das Kernelement des klassischen Value-Stils.

Zur Geschichte des Value-Stils

Der Value-Stil und die Fundamentalanalyse waren schon immer eng miteinander verbunden, denn ohne Fundamentalanalyse kann man den inneren Wert eines Wertpapiers nicht ermitteln. Benjamin Graham, der Vater der Finanzanalyse, kaufte nur Wertschriften, die so tief bewertet waren, dass er selbst bei einer Zwangsliquidation des betreffenden Unternehmens noch einen Gewinn erzielt hätte. Derart massive Unterbewertungen sind selten geworden. Deshalb berücksichtigen heutige Value-Investoren neben dem Liquidationswert auch den Wert eines Unternehmens aufgrund seiner nachhaltigen Ertragskraft und seines Wachstums. Der Investitionsprozess bleibt aber unverändert: Zuerst ein Unternehmen und seine Wertpapiere bewerten, dann jene Wertpapiere kaufen, die klar unterbewertet sind, um eine "margin of safety" zu haben.

Classic Global Equity – TQR Ergebnisse

Ergebnis

Der Fonds Classic Global Equity erzielte im TELOS-Quant Rating über 3 Jahre eine Wertung von 5 Diamanten. Weiterhin erzielte der Fonds über 5 Jahre eine Wertung von 5 Diamanten.





Erläuterung zum Rating

Die Bewertungsskala beim Telos Quant Rating reicht von 5 Diamanten (beste) bis 1 Diamanten (schlechteste). Dabei entsprechen 5 Sterne dem Quantil 80-100 (besten 20%), 4 Sterne dem Quantil 60-80, 3 Sterne dem Quantil 40-60 (Mitte), 2 Sterne dem Quantil 20-40, und 1 Stern dem Quantil 0-20 (schlechteste).

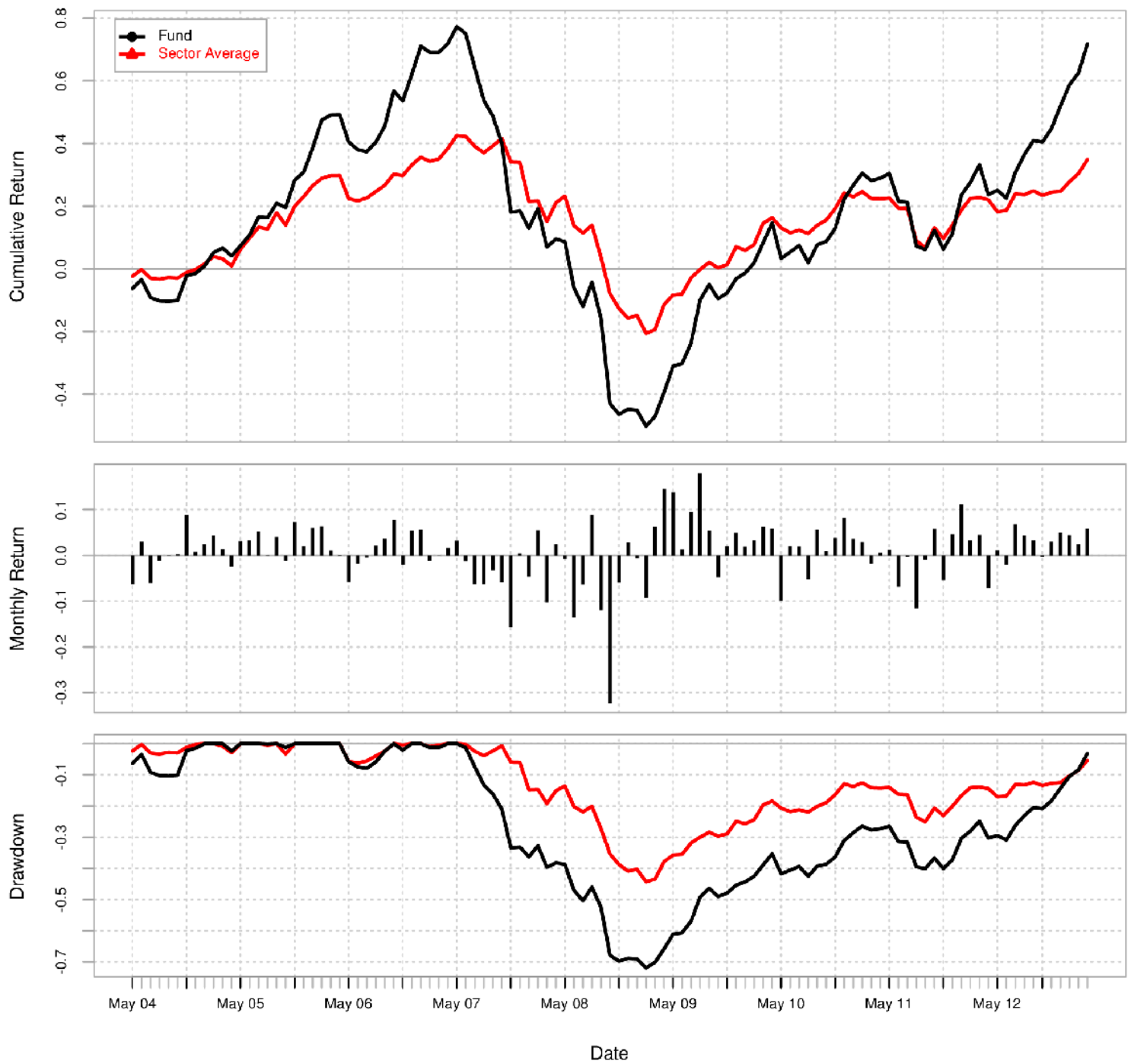
Das Quant Rating wird rein auf Grundlage der Performance Historie gegenüber der Peergroup bestimmt. Neben monatlichen, vierteljährlichen und jährlichen Renditen finden ebenfalls die Outperformance Wahrscheinlichkeit gegenüber dem Sektordurchschnitt, risikoadjustierte Performancemaße sowie diverse Risikomaße/ Information Ratio Eingang in die Analyse.

Classic Global Equity

ISIN.Code	LI0008328218
Launch.Date	1997-12-16
Fund.Size.m.	571.9
Fund.Size.Date	2012-12-31
Initial.Charge	
Annual.Charge	1.2
Yield	
Sector	GM Equity - Global
Fund.Type	Offshore Regulated
Asset.Class	Equity
TER	1.32
Fund.Benchmark	MSCI World Index CHF
Fund.Manager	Thomas Braun, Georg Von Wyss
Fund.Manager.Since	1997-12-16
Start.of.data	2004-04-27
diamonds.3Y	
diamonds.5Y	

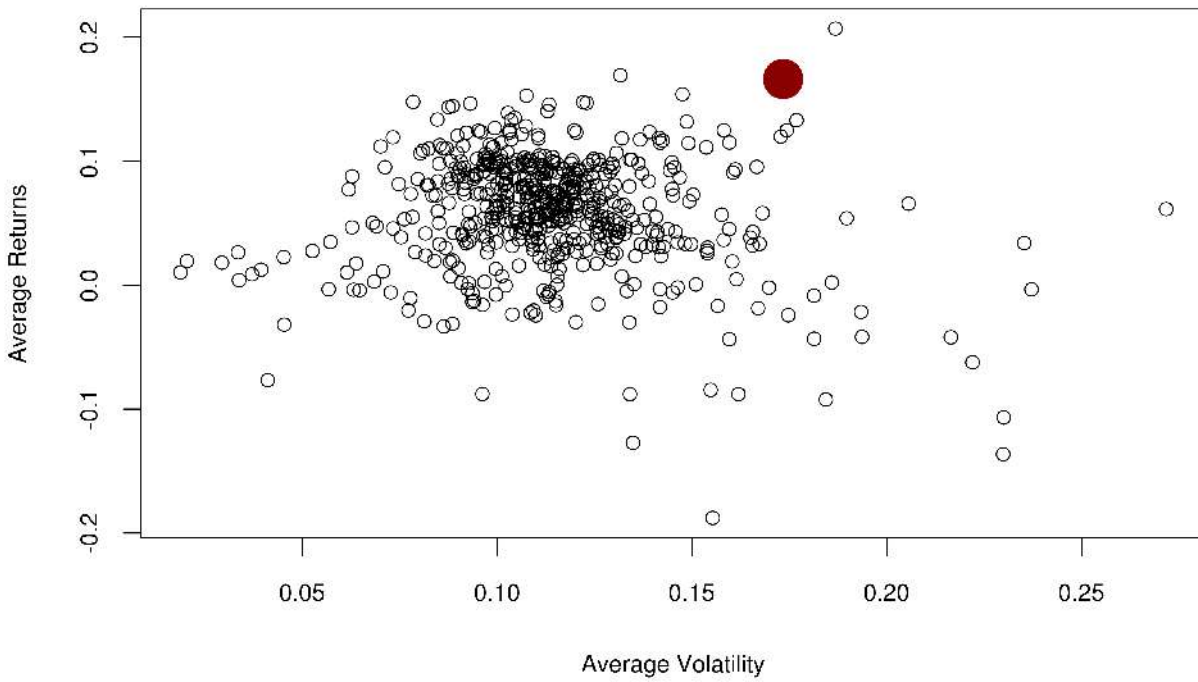
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Jan	-4.67	-0.57	1.94	3.61	11.06	4.43
Feb	5.54	-9.26	3.30	3.00	3.26	2.40
Mar	-10.29	6.23	6.26	-1.77	4.45	5.72
Apr	2.39	14.55	5.83	0.57	-7.15	
May	-0.79	13.74	-9.90	1.17	1.11	
Jun	-13.51	1.22	2.05	-6.77	-2.04	
Jul	-6.38	9.41	1.96	-0.29	6.77	
Aug	8.79	17.93	-5.14	-11.51	4.33	
Sep	-11.98	5.49	5.61	-1.00	3.26	
Oct	-32.36	-4.75	1.00	5.71	-0.35	
Nov	-5.88	2.04	3.87	-5.35	3.05	
Dec	2.93	4.86	8.25	4.66	5.00	
Fund	-53.42	75.38	26.28	-9.03	36.63	13.05
Sector Average	-37.09	27.04	16.01	-8.29	9.50	8.13

Fund Performance



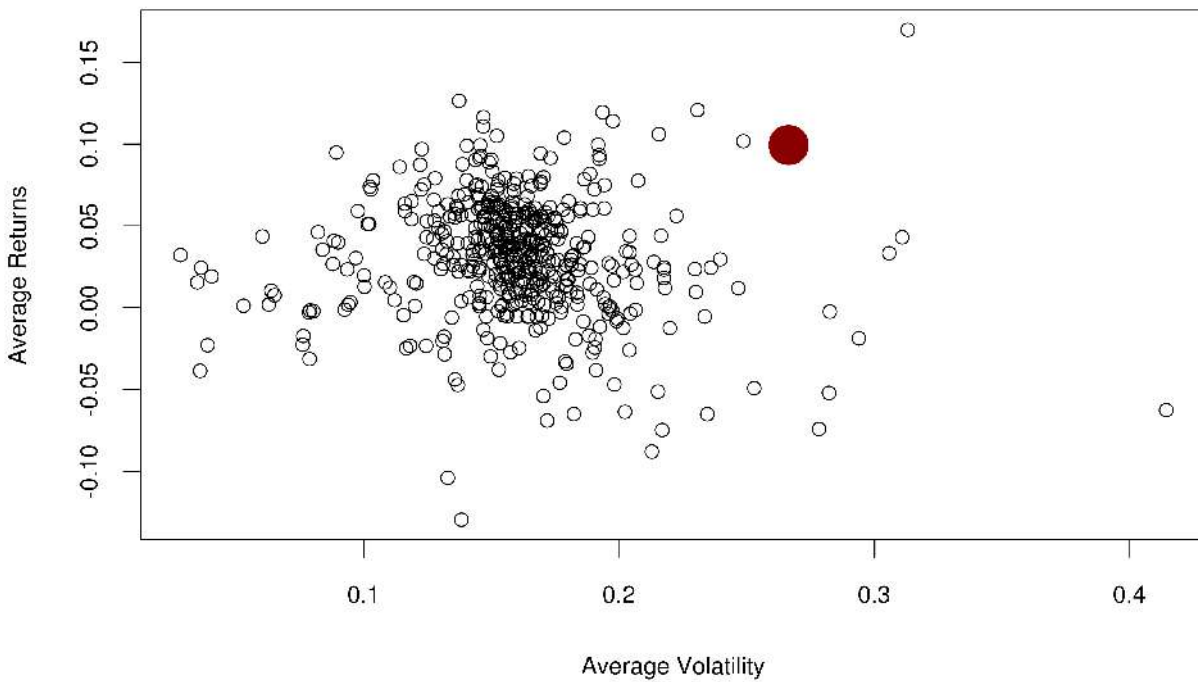
Performance Plot

Sector Comparison: 36 Months
Classic Global Equity



36 Monate Return-Risiko Sektorvergleich

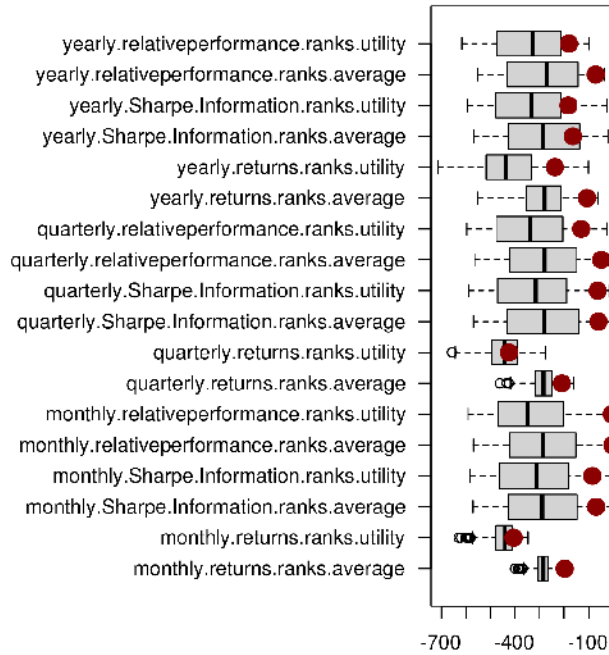
Sector Comparison: 60 Months
Classic Global Equity



60 Monate Return-Risiko Sektorvergleich

Classic Global Equity – TQR Ergebnisse
Equity Global – Mixed Asset - Flexible

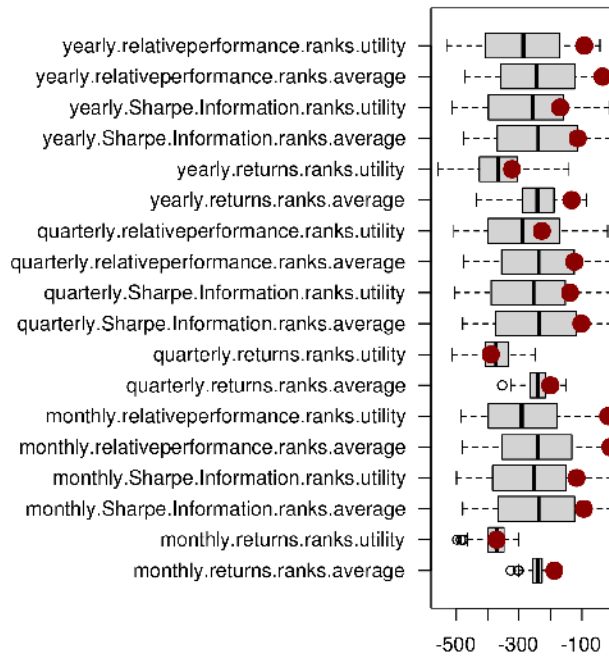
Classic Global Equity
Rank: 32 ; 3Y
(as per 2013-03-31)



573 in Total
 (Rank 1 signifies highest Number)

36 Monate Rating Drilldown

Classic Global Equity
Rank: 82 ; 5Y
(as per 2013-03-31)



481 in Total
 (Rank 1 signifies highest Number)

60 Monate Rating Drilldown

Credit Suisse MACS Dynamic Gross TR



Mitglied des Vorstands Credit Suisse (Deutschland) AG



Ansprechpartner institutionelles Geschäft



Co-Head Multi Asset Class Solutions Deutschland



Firma	Credit Suisse (Deutschland) AG
Strasse, Nr.	Junghofstrasse 16
PLZ	60311
Ort	Frankfurt
Mitglied des Vorstands Credit Suisse (Deutschland) AG	Henning Busch
Telefon	+69 7538 1020
Fax	
E-Mail	henning.busch@credit-suisse.com
Ansprechpartner - institutionelles Geschäft	Barbara Diaz
Telefon	+69 7538 1033
Fax	
E-Mail	barbara.diaz@credit-suisse.com
Co-Head Multi Asset Class Solutions Deutschland	Silvia Schaak
Telefon	+69 7538 1023
Fax	Fax
E-Mail	silvia.schaak@credit-suisse.com
Web-Site	www.credit-suisse.de

Der Fondsmanager und sein Fonds

Die Credit Suisse Group ist ein führendes, global tätiges Finanzdienstleistungsunternehmen mit Hauptsitz in Zürich. Als integrierte, global tätige Bank bietet sie ihren Kunden Dienstleistungen in den zwei Divisionen Private Banking & Wealth Management und Investment Banking. Hierbei verfolgen wir eine kundenorientierte und kapitaleffiziente Strategie. Mit Niederlassungen in 19 Ländern verwaltet die Credit Suisse im Bereich Asset Management ein Vermögen von 307,8 Mrd. €.

Der Bereich Asset Management innerhalb der Division Private Banking & Wealth Management ist seit 1988 in Deutschland präsent und betreut Spezial- und Publikumsfonds sowie weitere Anlageinstrumente mit mehr als 15 Mrd. € für ein breites Spektrum von privaten und institutionellen Anlegern sowie professionellen Vermögensberatern. Das in Frankfurt ansässige Portfoliomanagementteam (19 Personen) ist integriert in das weltweit 300 Mitarbeiter umfassende Team Multi Asset Class Solutions, welches global 86 Mrd. € verwaltet.

Seit 25 Jahren ist die Credit Suisse Partner für deutsche institutionelle Investoren im Bereich Multi Asset Class-Solutions und stellt ihre Kompetenz im Verwalten von benchmarknahen, Overlay-sowie risikolimitierten Mandaten unter Beweis.

Investmentprozess

Die beste Voraussetzung für eine erfolgreiche Vermögensverwaltung ist eine ganzheitliche Betrachtung des Vermögens. Sie ist daher in unserem integrierten Anlageprozess von zentraler Bedeutung. Am Anfang unseres Anlageprozesses stehen immer die Bedürfnisse unserer Kunden. Nur wenn wir die Wünsche der Kunden wie ihre finanziellen Ziele, Risikotoleranz oder Liquiditätsbedarf kennen, können wir eine auf deren individuellen Bedürfnisse zugeschnittene langfristige Anlagestrategie entwickeln. Im eigentlichen Anlageprozess unterscheiden wir vier Phasen:

- Die erste Phase ist die **langfristige Asset Allocation** (Benchmark). Abgeleitet aus den Anlagezielen des Kunden und unseren langfristigen Markterwartungen wird das Kapital optimal

auf die einzelnen Anlageklassen aufgeteilt. Die so gebildete langfristige Asset Allocation gilt als Benchmark und wird durch Marktindizes abgebildet.

- In der zweiten Phase wird die **taktische Asset Allocation** (TAA) bestimmt. Aufgrund kurzfristiger Markterwartungen und des gewählten Risikobudgets werden die einzelnen Anlageklassen und Subkategorien gegenüber der Benchmark über- bzw. untergewichtet. Ziel ist es, eine Outperformance gegenüber der Benchmark zu erzielen.
- In der dritten Phase erfolgt die **Portfoliokonstruktion**. Unsere Spezialisten wählen die geeigneten Anlagevehikel und Wertschriften für die konkrete Umsetzung aus.
- Die laufende **Risikoüberwachung und Berichterstattung** bilden die vierte Phase unseres integrierten Anlageprozesses.

Das besondere Know-how

Fondsmanager Credit Suisse



Quelle: Credit Suisse,
Stand 31. Dezember 2012

Multi Asset - Mandate sind eine Kernkompetenz der Credit Suisse:

- 300 Investmentspezialisten managen global EUR 86 Mrd. (Stand März 2013), die nach einem stringenten und tiefgehenden Investmentprozess gesteuert werden. Einbezogen werden hierbei alle Asset Klassen inkl. Immobilien, Rohstoffe, Hedgefonds und Private Equity.
- Seit 25 Jahren Partner für deutsche institutionelle Investoren im Bereich Multi Asset Class Solutions mit Kompetenz in benchmarknahen wie auch risikolimitierten Lösungen.
- Das Multi Asset Class Solutions -Team zeichnet sich auch in Deutschland durch langjährige Erfahrung, umfassende fachliche Expertise und hohe personelle Stabilität aus.
- Globales Research mit starken lokalen Teams: 19 Mitarbeiter verantworten in Frankfurt MACS-Kundenportfolios (Portfoliomanager vor Ort).
- Wir verfügen zusätzlich über Strategiegruppen (z.B. für Globale Trends, Zinsen, Währungen und Kredit) in denen die Expertise der Spezialisten gebündelt wird. Wir versuchen die langfristigen Trends im Markt frühzeitig zu erkennen und die Portfolios entsprechend zu positionieren. Dieser Ansatz resultiert in einem tieferen Portfolio-Turnover im Vergleich zu vielen unserer Konkurrenten mit entsprechend tieferen Transaktionskosten.
- Neutraler und transparenter Auswahlprozess der Investitionsvehikel.
- Ein spezialisiertes Reporting Team ist für die Erstellung eines aussagekräftigen und kundenindividuellen Reportings zuständig.
- Die Credit Suisse Asset Management in Frankfurt ist seit 1988 mit dem Management von Multi Asset Class - Mandaten für institutionelle Investoren vertraut, davon ein Großteil mit definierten Risikobudgets/Wertuntergrenzen.
- Stabile Kundenbeziehungen mit langjähriger, vertrauensvoller Zusammenarbeit.
- Serviceorientierte und umfassende Kundenbetreuung aus Frankfurt heraus.

Investmentchancen im Segment Mixed Flexible

Die Welt hat sich geändert. Als Folge der jüngsten volkswirtschaftlichen Krisen befinden sich Investoren in einem Umfeld ultratiefer Zinsen und schwankungsintensiver Kapitalmärkte bei entsprechender Prognoseunsicherheit. Die Herausforderung, adäquate Renditen bei gleichzeitig begrenztem Risiko zu erwirtschaften, ist damit umso größer geworden.

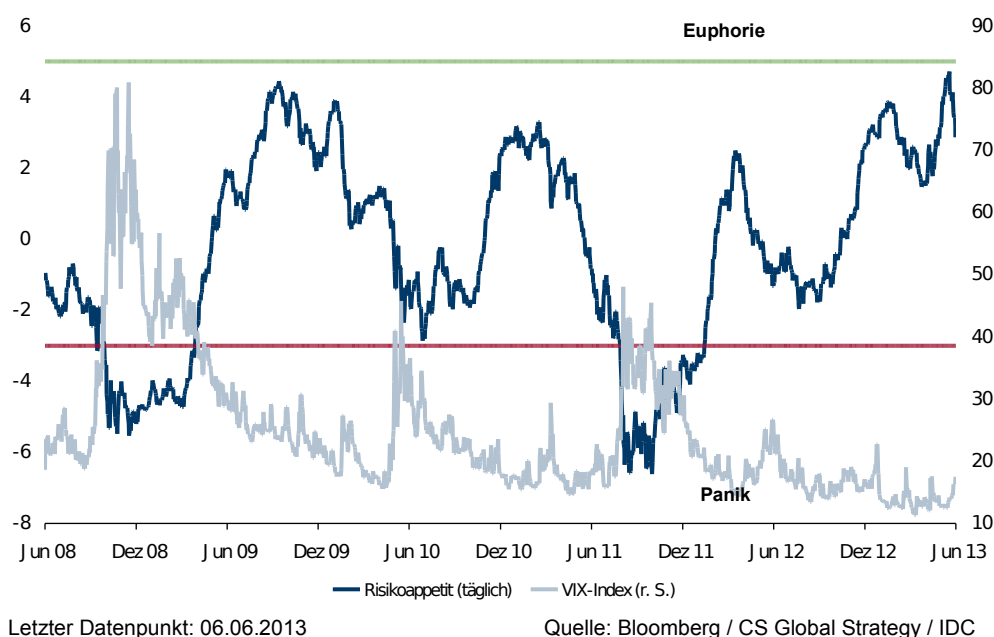
Als Ergebnis dieser „neuen Welt“ sehen wir eine stärkere Nachfrage nach Multi-Asset-Class-Ansätzen, insbesondere solchen mit risikolimitierter Orientierung (Stichwort asymmetrische Risikoverteilung). Der Kombination von traditionellen Investments mit möglichst gering korrelierten und noch unterrepräsentierten Anlageklassen, und damit der Zuwendung hin zu einer globaleren und breiteren, aktiv gesteuerten Aufstellung kommt eine deutlich erhöhte Bedeutung zu. Je nach Kundenbedürfnis wählen unsere Kunden dabei zwischen zwei Ansätzen:

- Gemeinsam mit dem Kunden vereinbaren wir eine dezidierte Wertuntergrenze, die oftmals aus bilanziellen Gründen oder aufgrund begrenzter Risikotragfähigkeit erforderlich ist (klassisches Floorkonzept). Der Floor kann dabei in individueller Absprache mit dem Kunden regelmäßig angepasst werden. Die Einhaltung der Wertuntergrenze wird durch aktives Portfoliomanagement unter Berücksichtigung unterschiedlichster Risiken (Kurs- und Adressausfallrisiken, Liquidität etc.) gewährleistet.
- In Abgrenzung zu diesem Floorkonzept offeriert Credit Suisse den „Target Volatility-Ansatz“. Es hat sich immer wieder gezeigt, dass sich in Stressphasen die Risikoparameter sowohl von Portfolien als auch ihrer Benchmarks verändern. Gemeinsam mit einem Anstieg der Volatilität sind ansteigende Korrelationen der Assetklassen zu beobachten, so dass Diversifikationseffekte vermindert werden. Hauptmerkmal des Target Volatility-Konzeptes ist das Heranziehen der Volatilität als Steuerungsgröße. Es wird ein individuelles Volatilitätslimit für den Fonds vereinbart, auf dessen Basis das Portfolio gesteuert wird, um das Verlustrisiko bei Volatilitätsanstiegen zu begrenzen.

Beiden Ansätzen gemein ist die taktische Steuerung basierend auf Markteinschätzungen der Credit Suisse unter Berücksichtigung der kundenindividuellen Risikovorgaben, um das bestmögliche Portfolioergebnis für unsere Kunden zu erzielen.

Credit Suisse ist seit knapp 25 Jahren Partner für institutionelle Investoren und stellt seit jeher ihre Kompetenz im Verwalten auch risikolimitierter Mandate in Spezialfonds oder als Overlay unter Beweis. Global verwaltet Credit Suisse im MACS-Bereich rund EUR 86 Mrd., einen wesentlichen Teil davon auf risikolimitierter Basis. Mit einem weltweit 300 Mitarbeiter umfassenden Team und einem stabilen, auf internen Markteinschätzungen beruhenden Investmentprozess ist es beispielsweise auch im schwierigen Marktumfeld des Jahres 2008 gelungen, überzeugende Anlageergebnisse zu erzielen.

CS Global Risk Appetite vs. VIX



Wichtige Hinweise

Dieses Dokument wurde von der Credit Suisse AG und / oder mit ihr verbundenen Unternehmen (nachfolgend «CS») mit größter Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. Die CS gibt jedoch keine Gewähr hinsichtlich dessen Inhalt und Vollständigkeit und lehnt jede Haftung für Verluste ab, die sich aus der Verwendung dieser Informationen ergeben. Die in diesem Dokument geäußerten Meinungen sind diejenigen der CS zum Zeitpunkt der Redaktion und können sich jederzeit und ohne Mitteilung ändern. Ist nichts anderes vermerkt, sind alle Zahlen ungeprüft. Das Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und der Nutzung durch den Empfänger. Es stellt weder ein Angebot, noch eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder Bankdienstleistungen dar und entbindet den Empfänger nicht von seiner eigenen Beurteilung. Insbesondere ist dem Empfänger empfohlen, allenfalls unter Einschaltung eines Beraters, die Informationen in Bezug auf die Vereinbarkeit mit seinen eigenen Verhältnissen, auf juristische, regulatorische, steuerliche, u.a. Konsequenzen zu prüfen. Dieses Dokument darf ohne schriftliche Genehmigung der CS weder auszugsweise noch vollständig vervielfältigt werden. Es richtet sich ausdrücklich nicht an Personen, deren Nationalität oder Wohnsitz den Zugang zu solchen Informationen aufgrund der geltenden Gesetzgebung verbieten. Weder das vorliegende Dokument noch Kopien davon dürfen in die Vereinigten Staaten versandt oder dahin mitgenommen werden oder in den Vereinigten Staaten oder an eine US-Person abgegeben werden (im Sinne von Regulation S des US Securities Act von 1933 in dessen jeweils gültigen Fassung). Bei diesem Dokument handelt es sich um Marketingmaterial, das ausschließlich zu Werbezwecken verbreitet wird. Es darf nicht als unabhängige Wertpapieranalyse gelesen werden.

Copyright © 2013 Credit Suisse Group AG und / oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.

Credit Suisse MACS Dynamic Gross TR – TQR Ergebnisse

Ergebnis

Der Fonds Credit Suisse MACS Dynamic Gross TR erzielte im TELOS-Quant Rating über 3 Jahre eine Wertung von 5 Diamanten. Weiterhin erzielte der Fonds über 5 Jahre eine Wertung von 5 Diamanten.





Erläuterung zum Rating

Die Bewertungsskala beim Telos Quant Rating reicht von 5 Diamanten (beste) bis 1 Diamanten (schlechteste). Dabei entsprechen 5 Sterne dem Quantil 80-100 (besten 20%), 4 Sterne dem Quantil 60-80, 3 Sterne dem Quantil 40-60 (Mitte), 2 Sterne dem Quantil 20-40, und 1 Stern dem Quantil 0-20 (schlechteste).

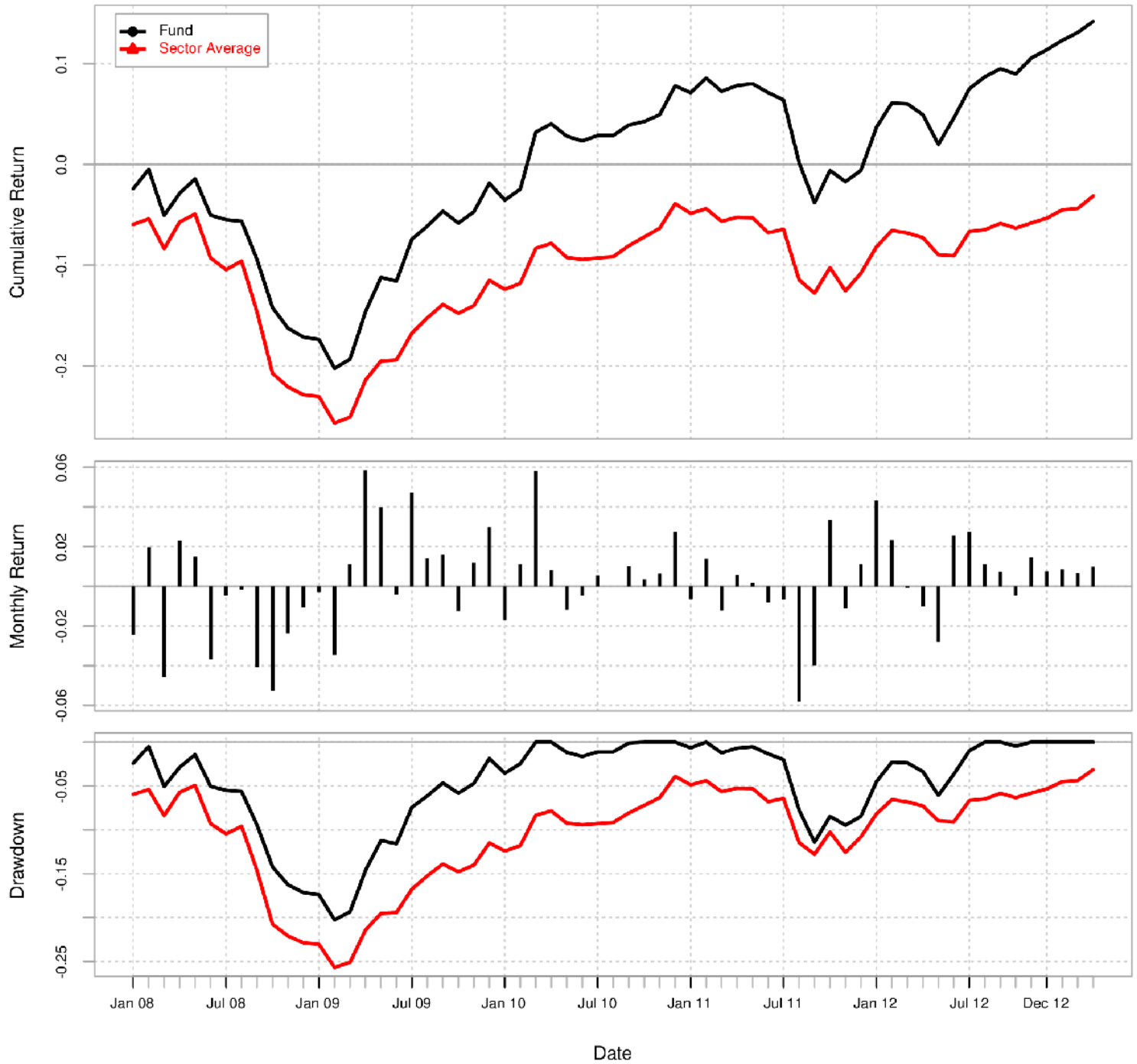
Das Quant Rating wird rein auf Grundlage der Performance Historie gegenüber der Peergroup bestimmt. Neben monatlichen, vierteljährlichen und jährlichen Renditen finden ebenfalls die Outperformance Wahrscheinlichkeit gegenüber dem Sektordurchschnitt, risikoadjustierte Performancemaße sowie diverse Risikomaße/ Information Ratio Eingang in die Analyse.

Credit Suisse MACS Dynamic Gross TR

ISIN.Code	DE000A0M6363
Launch.Date	2007-12-20
Fund.Size.m.	373.7
Fund.Size.Date	2013-01-31
Initial.Charge	0
Annual.Charge	0.45
Yield	
Sector	GM Mixed Asset - Flexible
Fund.Type	Offshore Regulated
Asset.Class	Mixed Asset
TER	0.49
Fund.Benchmark	CB CS MACS Dynamic
Fund.Manager	Florian Bohringer
Fund.Manager.Since	2007-12-20
Start.of.data	2007-12-20
diamonds.3Y	
diamonds.5Y	

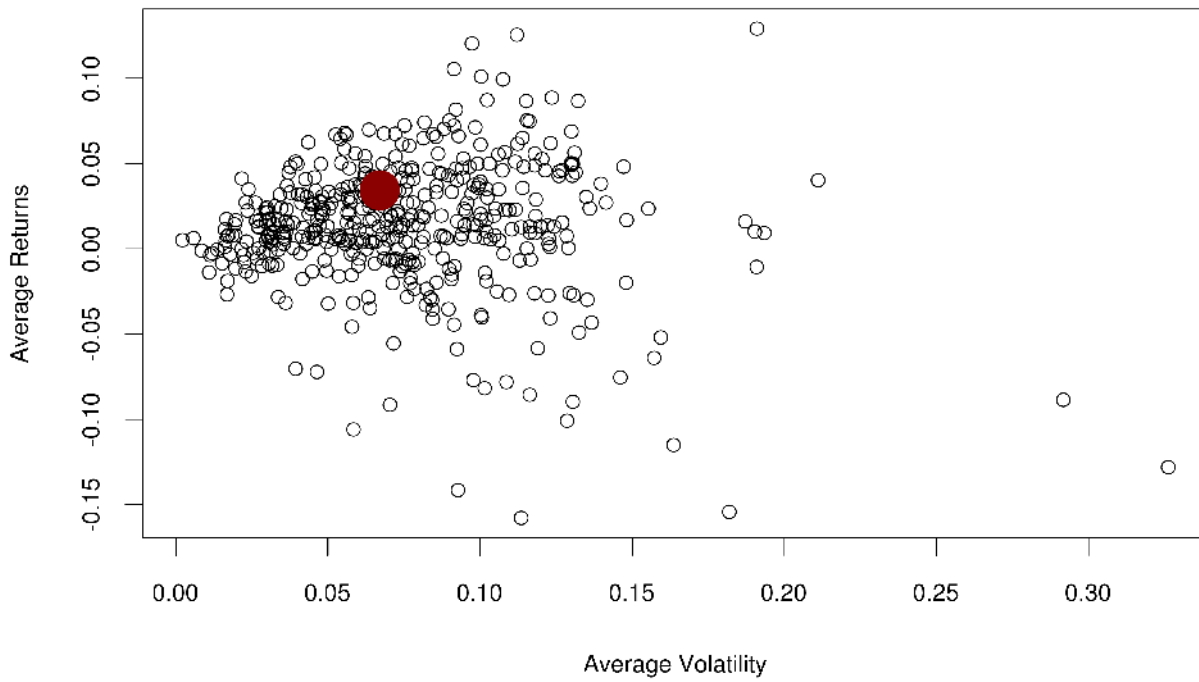
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Jan	-2.42	-0.30	-1.71	-0.65	4.32	0.85
Feb	1.96	-3.45	1.13	1.37	2.33	0.69
Mar	-4.58	1.13	5.81	-1.23	-0.09	0.98
Apr	2.31	5.85	0.80	0.54	-1.02	
May	1.49	4.00	-1.17	0.17	-2.80	
Jun	-3.68	-0.41	-0.47	-0.82	2.57	
Jul	-0.47	4.70	0.53	-0.68	2.77	
Aug	-0.15	1.41	0.00	-5.82	1.11	
Sep	-4.05	1.58	1.01	-4.01	0.72	
Oct	-5.26	-1.24	0.34	3.33	-0.46	
Nov	-2.38	1.18	0.64	-1.10	1.45	
Dec	-1.05	2.98	2.75	1.12	0.74	
Fund	-17.15	18.43	9.86	-7.80	12.05	2.53
Sector Average	-22.87	14.75	8.59	-7.17	6.11	2.33

Fund Performance



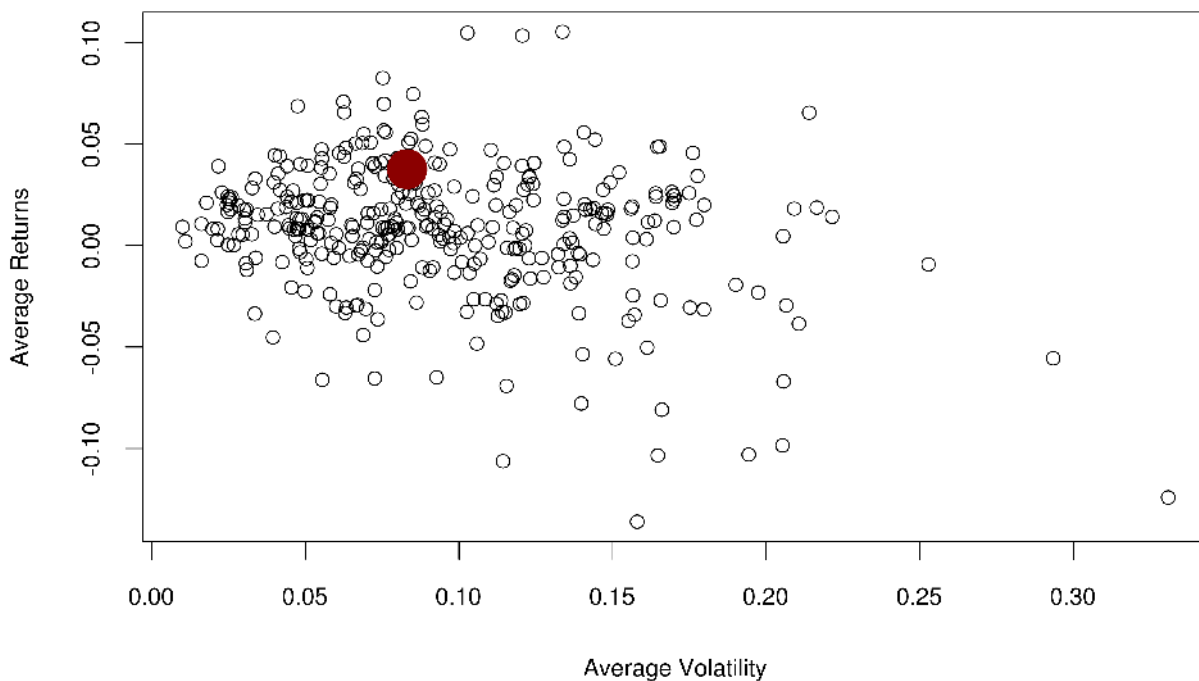
Performance Plot

Sector Comparison: 36 Months
Credit Suisse MACS Dynamic Gross TR



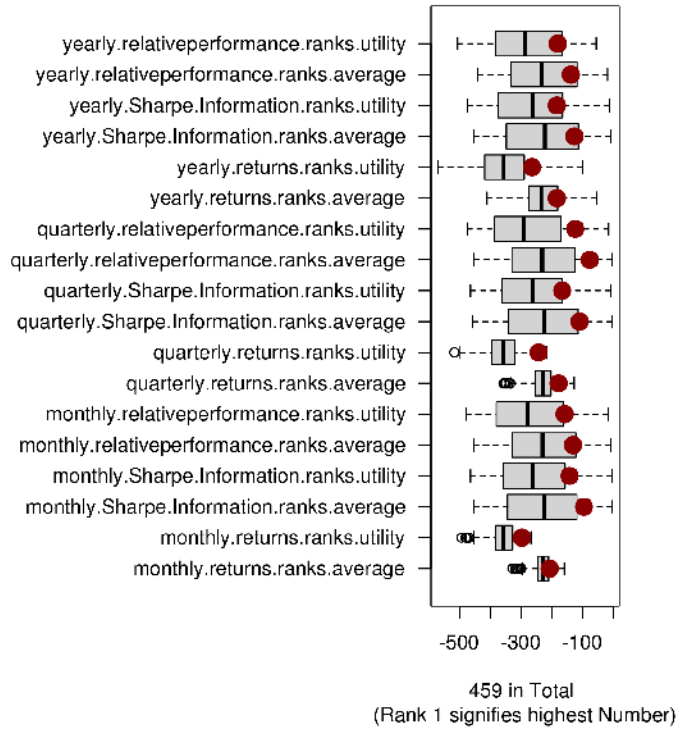
36 Monate Return-Risiko Sektorvergleich

Sector Comparison: 60 Months
Credit Suisse MACS Dynamic Gross TR



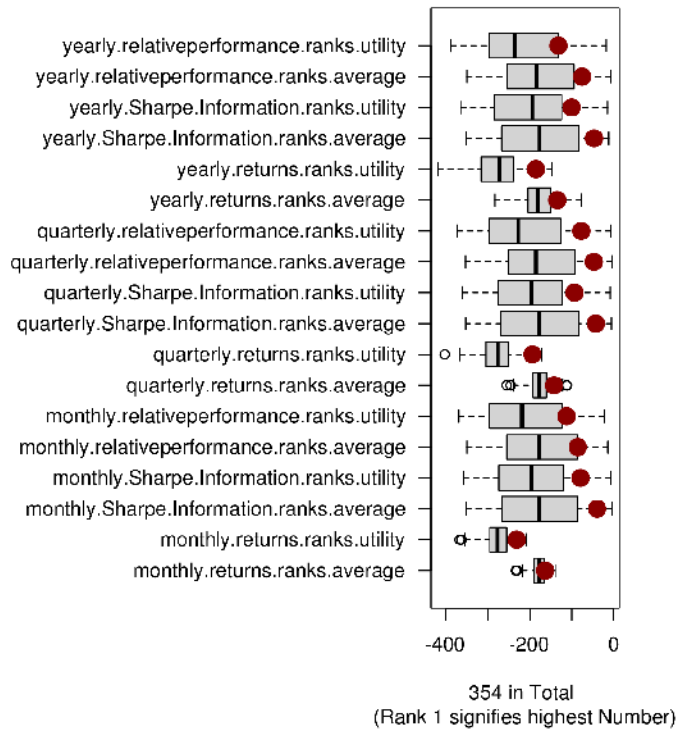
60 Monate Return-Risiko Sektorvergleich

Credit Suisse MACS Dynamic Gross TR
Rank: 74 ; 3Y
(as per 2013-03-31)



36 Monate Rating Drilldown

Credit Suisse MACS Dynamic Gross TR
Rank: 25 ; 5Y
(as per 2013-03-31)



60 Monate Rating Drilldown

Deka GlobalOpportunities Plus TR

„DekaBank

Ansprechpartner institutionelles Geschäft



Fondsmanager



Firma	DekaBank
Strasse, Nr.	Mainzer Landstr. 16
PLZ	60325
Ort	Frankfurt
Ansprechpartner - Retail	
Telefon	
Fax	
E-Mail	
Ansprechpartner - institutionelles Geschäft	Stefan Bauer
Telefon	069 - 7147 3851
Fax	069 - 7147 3894
E-Mail	stefan.bauer2@deka.de
Fondsmanager	Dr. Heiko Opfer
Telefon	
Fax	
E-Mail	
Web-Site	www.dekabank.de

Der Fondsmanager und sein Fonds

Der Fondsmanager

Das Management des Fonds Deka-GlobalOpportunities Plus erfolgt im Bereich Quantitative Produkte/ Alternative Strategien in der Gruppe Risikomanagement & GTAA unter der Leitung von Dr. Heiko Opfer. Hier findet die Entwicklung quantitativer Anlage- und Risikomanagementstrategien sowie deren Umsetzung zur Steuerung von Publikums- und Spezialfonds statt. Das Team verantwortet auch die Fonds der Sigma Plus-Serie.

Nach dem Studium der Wirtschaftswissenschaften war Dr. Opfer als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Finanzierung und Banken an der Justus-Liebig-Universität in Gießen. Seine Forschungsschwerpunkte waren Kapitalmarkttheorie und Asset Management. Dr. Opfer ist bereits seit fast 10 Jahren als Portfoliomanager im Hause Deka für Quantitative Produkte tätig. Auch ist er Verfasser zahlreicher Aufsätze zu kapitalmarkttheoretischen Fragen in Fachzeitschriften und Büchern.

Die Philosophie

Dem Anlagekonzept liegt eine quantitativ fundamentale Anlagephilosophie zugrunde, die auf der Annahme beruht, dass auf Basis der Analyse bestehender Beziehungen zwischen makroökonomischen Größen und Preisen eine Abschätzung zur zukünftigen Preisentwicklung vorgenommen werden kann. Grundlegend bei dieser Überlegung ist, dass Risikoprämien auf dem Kapitalmarkt keineswegs konstant sind, sondern im Zeitablauf schwanken. Unter Berücksichtigung der aktuellen Marktdynamik lassen sich so Fehlbewertung des Marktes erkennen und Renditeerwartungen ableiten. Die Kunst dabei ist, die Informationsflut der Märkte zu erfassen, zu verdichten und kontrollierte, nachvollziehbare Entscheidungen abzuleiten. Zur Schätzung zeitvariabler Risikoprämien bietet sich daher ein auf Fundamentaldaten beruhendes, bedingtes Kapitalmarktmodell an.

Der Investmentprozess

Die Investmententscheidungen basieren auf einem stringenten, mehrstufigen Prozess „aus einem Guss“ und werden mittels eines proprietären, theoretisch und empirisch bewährten Prognoseverfahrens in Kombination mit modernen Optimierungsansätzen umgesetzt. Dies stellt unseren zentralen Erfolgsfaktor dar. Hier ist das Expertenwissen des gesamten Teams eingearbeitet. Alle benötigten

Marktdaten werden auf ihre Konsistenz geprüft und erst dann im Modelllauf berücksichtigt. Im Anschluss erfolgt die Umsetzung ohne diskretionären Spielraum. Diversifikation findet über eine weltweite Streuung des Anlagevermögens durch Investition in die wichtigsten internationalen Aktien- und Rentenmärkte statt (13 Aktienmärkte in Europa, Nordamerika, Asien und Australien sowie 4 Rentenmärkte: USA, Euroland, GB und Japan). Monatlich werden die Chancen und Risiken dieser Anlageklassen prognostiziert und ein effizientes Portfolio zusammengestellt, das bei vorgegebenem Risikoprofil die höchsten Renditeerwartungen aufweist.

Bei dem Fonds Deka-GlobalOpportunities Plus handelt es sich um ein reines Asset Allocation-Produkt, welches auf Marktebene mittels Futures umgesetzt wird. Daher kann es als vollständiges Top-down-Konzept angesehen werden. Typische Bottom-up-Komponenten, wie Einzeltitelselektion sind nicht Bestandteil des Produkts.

Finanzterminkontrakte werden vor allem zur kostengünstigen, flexiblen und effizienten Investition eingesetzt. Über einen Leverage ermöglicht dies eine erhöhte Partizipation an den Marktentwicklungen. Long- und Shortpositionen sichern Erträge in steigenden und fallenden Börsenphasen. Ziel ist eine stetige Rendite und hohe Effizienz bei kontrolliertem geringem Risiko verglichen mit „klassischen“ Strategien.

Während sich die Portfoliomanager des Teams der Entwicklung und Steuerung von quantitativen Fondsstrategien widmen, werden sie bei der Implementierung der Modellportfolios in Realfonds durch ein Spezialistenteam unterstützt. Hier werden die Orders in das Ordersystem überführt und hinsichtlich Fondsprofil, Anlage- und Ausstellergrenzen kontrolliert. So werden Informationsverluste oder widersprüchliche Anlageentscheidungen aufgrund unterschiedlicher Verantwortlichkeiten und Meinungen ausgeschlossen.

Das besondere Know-how

Die Vorteile auf einen Blick:

- **Hochqualifiziertes Spezialistenteam** mit breitem wissenschaftlichen Hintergrund (Mathematik, Physik, Wirtschaftswissenschaften)
- Prognosen/ Entscheidungen mittels **selbst entwickeltem quantitativen Modell**; unabhängig von subjektiven Einschätzungen und Eingriffen
- **Anlagemodell stabil über lange Perioden** und in unterschiedlichen Märkten, basierend auf etablierten Asset Pricing Beziehungen unter Verwendung fundamentaler Daten
- **Investmentprozess aus einer Hand** (Research, Produktentwicklung, Portfolio- und Risikomanagement, Implementierung) sichert reibungslosen Informationsfluss/ Umsetzung
- Keine „Black Boxes“: Die **Produktentwicklung und -pflege komplett im Team**
- Das **Risikomanagement** ist Bestandteil des Konstruktionsprozesses; Berücksichtigung von Transaktionskosten und möglichen Markteinflüsse

Asset Allocation (Datum 30.04.2013)	Fonds (%)	Benchmark (%)	Differenz
Aktien	88,25%	benchmarkfrei	0%
Renten	86,18%	benchmarkfrei	0%
Sonstige Fonds	4,58%	benchmarkfrei	0%
Liquidität	-79,1%	benchmarkfrei	0%
Duration	5,3 Jahre	benchmarkfrei	0%
Gesamt	100%	benchmarkfrei	0%

Top 10 Holdings (Datum: 30.04.2013)	%
3,0000% Bundesrep.Deutschland Anl. 10/20	12,15%
3,2500% Bundesrep.Deutschland Anl. 09/20	9,69%
3,5000% Bundesrep.Deutschland Anl. 09/19	7,43%
2,5000% Bundesrep.Deutschland Anl. 10/21	6,98%
1,7500% Bundesländer Landessch. Nr.40 12/22	6,41%
4,2500% Bundesrep.Deutschland Anl. 08/18	5,05%
3,7500% Bundesrep.Deutschland Anl. 08/19	4,90%
3,5000% Bundesländer Landessch. Nr.32 09/19	4,81%
4,0000% Bundesrep.Deutschland Anl. 06/16	4,73%
2,2500% Bundesrep.Deutschland Anl. 11/21	4,59%
Anteil Top 10 insgesamt	66,74%
Anzahl der Positionen insgesamt	35

Kreditrating/Bonität (Datum: 30.04.2013)	Fonds (%)	Benchmark (%)	Differenz
AAA	81,06%	benchmarkfrei	0%
Ohne Rating, da Geldmarkt oder Aktienderivate	18,94%	benchmarkfrei	0%
Insgesamt	AAA		
Durchschnittliches Langfrist-Rating	AAA		

Marktrisiko (Datum: 30.04.2013)	Fonds (%)	Benchmark (%)	Differenz
Euroland	81,06%	benchmarkfrei	0%
Sonstiges			
Insgesamt			

Sektor (Datum: 30.04.2013)	Fonds (%)	Benchmark (%)	Differenz
Branchenübergreifend, da Futures	86,18	benchmarkfrei	0%

Währungsengagement (Datum: 30.04.2013)	%
EUR	88,44%
AUD	2,15%
CAD	0,39%
CHF	1,62%
DKK	2,47%
GBP	0,91%
JPY	0,21%
SEK	2,08%
USD	1,72%
Insgesamt	100%
Schamim	

Deka GlobalOpportunities Plus TR – TQR Ergebnisse

Ergebnis

Der Fonds Deka GlobalOpportunities Plus TR erzielte im TELOS-Quant Rating über 3 Jahre eine Wertung von 5 Diamanten. Weiterhin erzielte der Fonds über 5 Jahre eine Wertung von 5 Diamanten.





Erläuterung zum Rating

Die Bewertungsskala beim Telos Quant Rating reicht von 5 Diamanten (beste) bis 1 Diamanten (schlechteste). Dabei entsprechen 5 Sterne dem Quantil 80-100 (besten 20%), 4 Sterne dem Quantil 60-80, 3 Sterne dem Quantil 40-60 (Mitte), 2 Sterne dem Quantil 20-40, und 1 Stern dem Quantil 0-20 (schlechteste).

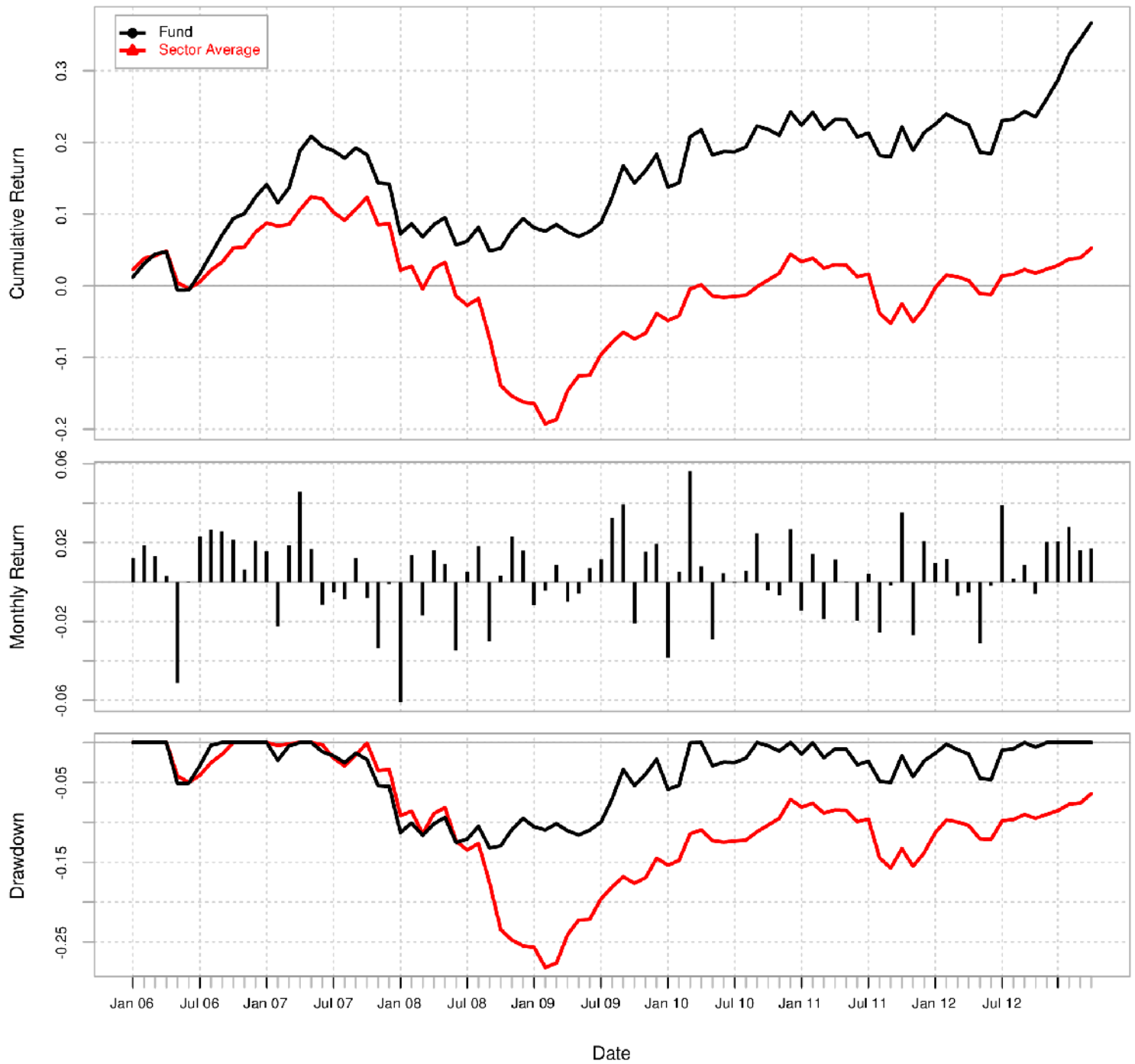
Das Quant Rating wird rein auf Grundlage der Performance Historie gegenüber der Peergroup bestimmt. Neben monatlichen, vierteljährlichen und jährlichen Renditen finden ebenfalls die Outperformance Wahrscheinlichkeit gegenüber dem Sektordurchschnitt, risikoadjustierte Performancemaße sowie diverse Risikomaße/ Information Ratio Eingang in die Analyse.

Deka GlobalOpportunities Plus TR

ISIN.Code	LU0236907720
Launch.Date	2005-12-29
Fund.Size.m.	47.2
Fund.Size.Date	2012-09-28
Initial.Charge	3.75
Annual.Charge	1.25
Yield	
Sector	GM Mixed Asset - Flexible
Fund.Type	Other Offshore Funds
Asset.Class	Mixed Asset
TER	1.48
Fund.Benchmark	No Specified Index
Fund.Manager	
Fund.Manager.Since	NA
Start.of.data	2005-12-29
diamonds.3Y	
diamonds.5Y	

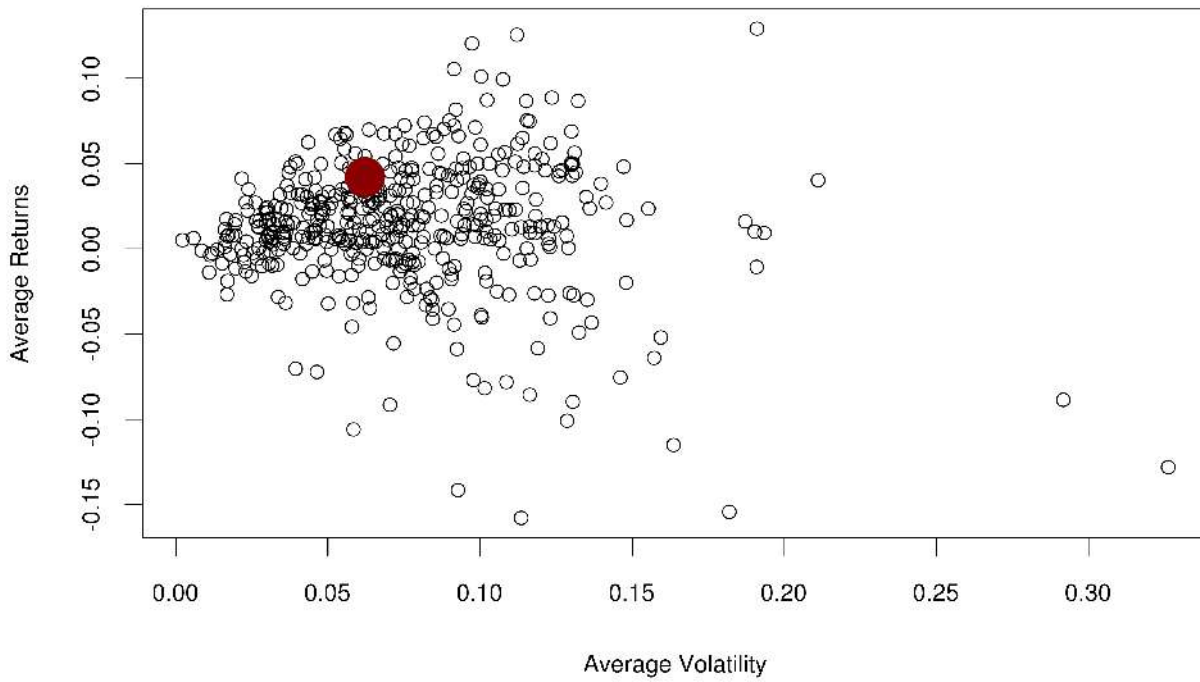
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Jan	-6.11	-1.17	-3.84	-1.44	0.97	2.77
Feb	1.33	-0.44	0.52	1.43	1.17	1.62
Mar	-1.69	0.87	5.62	-1.88	-0.70	1.69
Apr	1.60	-0.98	0.79	1.12	-0.55	
May	0.92	-0.58	-2.90	-0.02	-3.09	
Jun	-3.49	0.68	0.45	-1.96	-0.18	
Jul	0.51	1.13	-0.04	0.42	3.88	
Aug	1.82	3.25	0.55	-2.55	0.18	
Sep	-3.02	3.93	2.47	-0.16	0.86	
Oct	0.29	-2.09	-0.41	3.53	-0.59	
Nov	2.33	1.52	-0.67	-2.68	2.03	
Dec	1.59	1.95	2.68	2.08	2.07	
Fund	-4.23	8.18	4.99	-2.30	6.03	6.20
Sector Average	-22.87	14.75	8.59	-7.17	6.11	2.33

Fund Performance



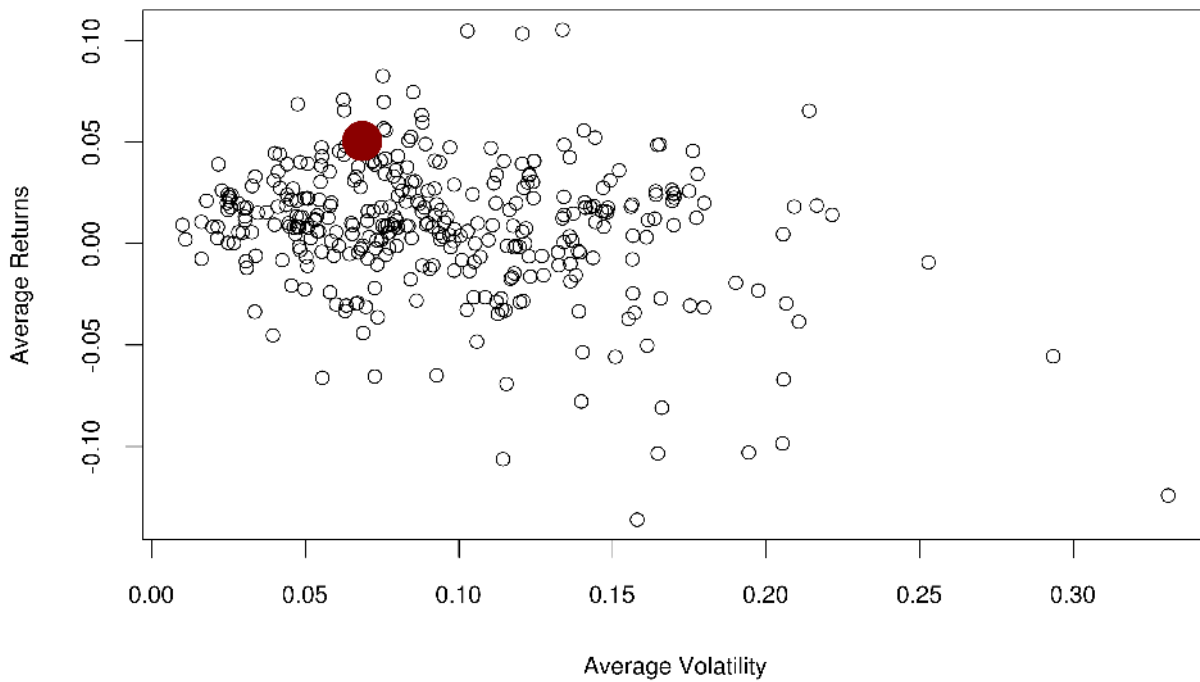
Performance Plot

Sector Comparison: 36 Months
Deka GlobalOpportunities Plus TR



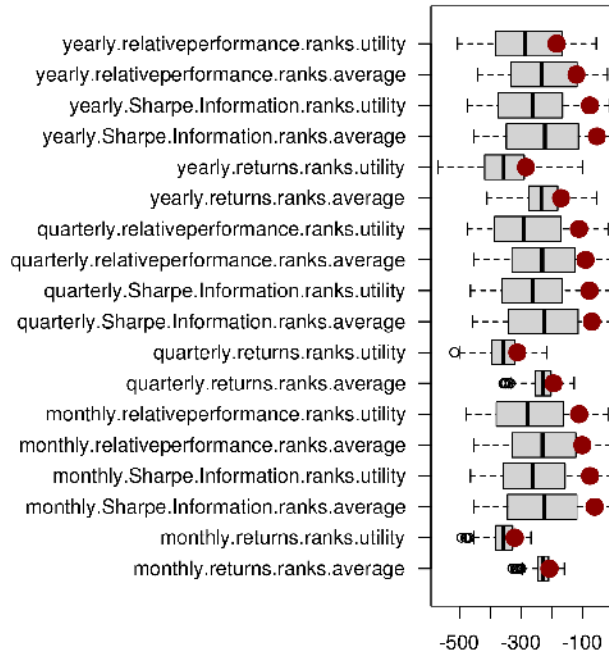
36 Monate Return-Risiko Sektorvergleich

Sector Comparison: 60 Months
Deka GlobalOpportunities Plus TR



60 Monate Return-Risiko Sektorvergleich

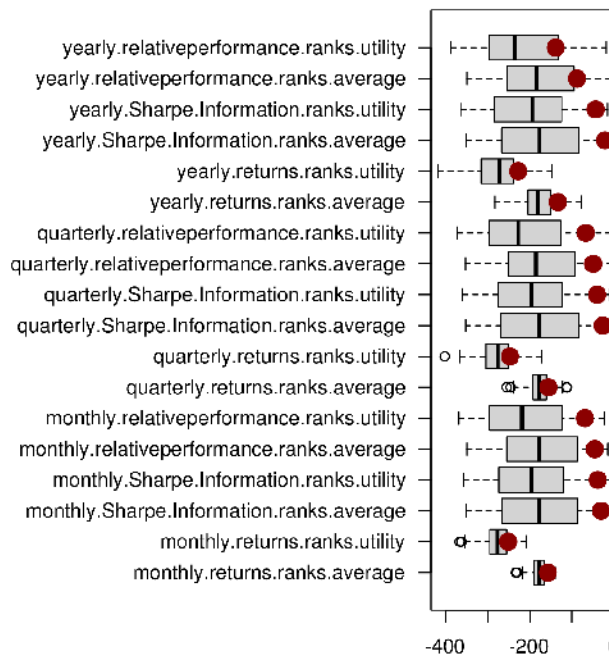
Deka GlobalOpportunities Plus TR
Rank: 57 ; 3Y
(as per 2013-03-31)



459 in Total
 (Rank 1 signifies highest Number)

36 Monate Rating Drilldown

Deka GlobalOpportunities Plus TR
Rank: 17 ; 5Y
(as per 2013-03-31)



354 in Total
 (Rank 1 signifies highest Number)

60 Monate Rating Drilldown

DJE Concept



Firma	DJE Kapital AG
Strasse, Nr.	Pullacher Straße 24
PLZ	82049
Ort	Pullach bei München
Auflegende KAG	DJE Investment S.A.
Strasse, Nr.	4, rue Thomas-Edison
PLZ	L - 1445
Ort	Luxemburg
Telefon	+352 26 9252 - 20
Fax	+352 26 9252 - 52
E-Mail	info@dje.lu
Web-Site	www.dje.lu
Ansprechpartner - institutionelles Geschäft	Andrea Huber
Telefon	+49 89 790453 - 652
Fax	+49 89 790453 - 690
E-Mail	Andrea.Huber@dje.de
Web-Site	www.dje.de
Fondsmanager	Dr. Jens Ehrhardt
Telefon	+49 89 790453 - 0

Der Fondsmanager und sein Fonds

Dr. Jens Ehrhardt, mütterlicherseits aus einer Familie von Schiffsmaklern stammend und Sohn des Fotografen und Dokumentarfilmers Alfred Ehrhardt, studierte Betriebswirtschaftslehre an der Universität Hamburg und an der Ludwig-Maximilians-Universität in München. 1969 wurde er Partner in der Vermögensverwaltungsgesellschaft Portfolio Management. Dr. Jens Ehrhardt gründete 1974 seine eigene Vermögensverwaltung, die Dr. Jens Ehrhardt Vermögensverwaltung mit Sitz in München, nachdem er im selben Jahr über das Thema "Kursbestimmungsfaktoren am Aktienmarkt unter besonderer Berücksichtigung monetärer Determinanten" promoviert hatte. In seiner Doktorarbeit zeigt er den Zusammenhang zwischen Geldmengenvermehrung durch die Notenbanken und der Börsenentwicklung. Die Dr. Ehrhardt Vermögensverwaltung firmierte seit dem Jahr 2000 als Dr. Jens Ehrhardt Kapital AG und wurde zum 1. Juli 2008 in die DJE Kapital AG umbenannt.

Der Investmentprozess, sowohl im Aktien- als auch im Rentenbereich, beruht auf der eigens entwickelten "FMM-Methode". Dieser liegt ein systematisches Gebilde fundamentaler, monetärer und markttechnischer Indikatoren zugrunde. Im Rahmen fundamentaler Indikatoren werden regelmäßig die wichtigsten konjunkturellen Entwicklungen der weltweiten Volkswirtschaften analysiert. Ziel ist dabei, Prognosen über Wirtschaftswachstum, Beschäftigungslage, Außenhandelsaktivitäten und die Entwicklung von Preisindizes zu treffen. Bei der fundamentalen Einzelwertanalyse geht es um die Auswahl aussichtsreicher Aktien und Renten. Im Aktienbereich erfolgt eine systematische Ermittlung ausgewählter Substanz- und Ertragskennzahlen.

Über ein System monetärer Indikatoren wird die in den vergangenen Jahrzehnten insgesamt wichtigste Nachfragekomponente an den Aktien- und Rentenmärkten ermittelt. Hintergrund ist die Überlegung, dass die Liquiditätsversorgung auch künftig, wenn nicht hinreichende, dann zumindest notwendige Voraussetzung für nachhaltige Nachfrage an den Aktienmärkten ist.

Ferner greift die DJE Kapital AG auf ein umfassendes Spektrum markttechnischer Indikatoren für die international wichtigsten Aktien- und Rentenmärkte zurück. Wesentliche Bedeutung hat die

unternehmenseigene, über Jahrzehnte zurückreichende und selbst erhobene Datenbank von Stimmungsindikatoren.

Während die Strategische Asset Allocation der DJE Kapital AG schwerpunktmäßig auf das fundamentale Indikatorenpektrum zurückgreift, stehen bei der Taktischen Asset Allocation eher die markttechnischen Kennzahlen im Vordergrund. Die Markttechnik ist insgesamt die beste Möglichkeit, Aussagen über die kurzfristigen Entwicklungen an den Aktien- und Rentenmärkten zu treffen.

Markttechnische Faktoren werden in der DJE Kapital AG täglich ermittelt und sind täglich Entscheidungsgrundlage im Investmentprozess. Je nach markttechnischer und monetärer Lage werden Entscheidungen zwischen Anlageformen (Aktien, Renten, Kasse) getroffen. Welche Einzeltitel bzw. Branchen in der jeweiligen Marktlage zu bevorzugen sind, ist Teil des fundamentalen Researchs.

Die Entscheidung zwischen Aktien, Renten und Kasse wird auf Basis eines Vergleichs der Ertragswerte der Anlageformen ermittelt. Beim kurzfristigen Timing erfolgt die Entscheidung zwischen den Anlageformen auf Basis der Markttechnik (beispielsweise Optimistenquoten gem. Bullish Consensus, oder gem. eigenen Erhebungen). Die Markttechnik ist ferner wesentliche Entscheidungshilfe bei den Fragen rund um das Thema Währungsabsicherung.

Nach der Philosophie unseres Hauses startet die DJE Kapital AG mit einem fundamentalen Research um die Risiken zu minimieren. Es wird nur in Titel mit niedriger Bewertung, guten Produkten/ Dienstleistungen und gutem Management investiert.

Die DJE Kapital AG legt dabei auch auf Mid Caps ein großes Augenmerk, da diese ein wesentlich größeres Universum abdecken. Big Caps sind in der Regel "overresearched " und eher überbewertet, da sie aus Gründen der Benchmarkorientierung von allen großen Marktteilnehmern gekauft werden. Eine Spezialität des Hauses ist das Market Timing, denn DJE verfügt über eine umfangreiche Sentiment Datenbank. Dies stellt einen wesentlichen Vorteil hinsichtlich der zu treffenden Anlageentscheidungen dar.

Das besondere Know-how

Immer wieder konnte die DJE Kapital AG Ergebnisse erzielen, die deutlich über den Vergleichsindizes und Anlageergebnissen von Marktteilnehmern liegen. Zahlreiche Auszeichnungen belegen dies. Wie ihr das gelingt? Mit viel Erfahrung, Systematik und mit unserer FMM-Methodik. Die entscheidenden Vorarbeiten für den Erfolg der Gruppe leistet der Bereich Research. Das bankenunabhängige Analyistenteam profitiert von nunmehr über 35 Jahren Erfahrung und arbeitet mit einem dreidimensionalen Analyseverfahren, der FMM-Methode. Bezeichnet werden damit die drei Blickrichtungen auf das Geschehen an der Börse und den Märkten: Fundamental, Monetär, Markttechnisch. Unser Investmentansatz ist grundsätzlich für alle uns anvertrauten Mandate identisch. Er hat sich in den fast 40 vergangenen Jahren bewährt und bildet daher die Basis unseres Entscheidungsfindungsprozesses, welcher kontinuierlich verfeinert wird. Wir entscheiden gerne anders als der Großteil der Investoren, denn damit sind wir seit 1974 erfolgreich. Wenn Überoptimismus vorherrscht, werden wir skeptisch. Dafür pflegen wir eine einmalige Datensammlung von Stimmungsindikatoren. Fernab vom Mainstream der Finanzmetropolen konnte DJE in den vergangenen Jahrzehnten auch die langfristige makroökonomische Entwicklung besser beurteilen und stieß auf Trends, bevor sie von anderen Investoren erkannt wurden.

Investmentchancen im Segment Mixed Flexible

Der DJE Concept ist ein international investierender Mischfonds. Das Fondsvermögen wird nach dem Grundsatz der Risikostreuung in Aktien und aktienähnliche Wertpapiere, wie zum Beispiel in Genuss- oder Partizipationsscheine und Optionsscheine auf Wertpapiere, sowie in Anleihen, Wandel- und Optionsanleihen und sonstigen festverzinslichen Wertpapieren (einschließlich Zerobonds) angelegt. Die Investitionsquote der einzelnen Vermögensklassen wird je nach Einschätzung des Fondsmanagement dynamisch gesteuert. Die Anlageschwerpunkte ergeben sich aufgrund unserer Einschätzung aus

fundamentaler, monetärer und markttechnischer Sicht (FMM-Methode). Der DJE Concept kann zusätzlich durch den Einsatz von Optionen und Futures schnell, flexibel und kostengünstig auf Marktänderungen reagieren. Somit liegen die Möglichkeiten des Fonds in der Partizipation an den Wachstumschancen der globalen Aktien- und Anleihemärkten und der effizienten Mixtur aus Aktien und Anleihen mit strategischer Risikosteuerung, sowie in der langjährigen Erfahrung des Fondsmanagers mit einem seit vielen Jahren bewährten Analyseansatz.

Asset Allocation (Datum 30.04.2013)	Fonds (%)	Benchmark (%)	Differenz
Aktien	87,59 %	75,00 %	12,59 %
Kasse	8,93 %		
Anleihen	3,17 %	25,00 %	-21,83 %
Fonds	0,31 %		
Insgesamt	100,00 %	100,00 %	
Gesamt			

Top 10 Holdings (Datum: 30.04.2013) %	
ALLIANZ SE-REG	4,85 %
GREAT EAGLE HOLDINGS LTD	3,73 %
BILFINGER SE	3,59 %
BLACKROCK INC	3,04 %
STADA ARZNEIMITTEL AG	2,87 %
KONINKLIJKE AHOLD NV	2,79 %
EVONIK INDUSTRIES AG	2,55 %
NUTRECO N.V.	2,55 %
TOYOTA MOTOR CORP	2,54 %
GS HOME SHOPPING INC	2,50 %
Anteil Top 10 insgesamt	31,01 %
Anzahl der Positionen insgesamt	107

Marktrisiko (Datum: 30.04.2013)	Fonds (%)	Benchmark (%)	Differenz
Deutschland	21,96 %	3,84 %	18,12 %
Japan	19,31 %	10,61 %	8,70 %
Hong Kong	13,43 %	2,14 %	11,28 %
USA	11,30 %	48,72 %	-37,42 %
Niederlande	6,11 %	1,10 %	5,01 %
Indonesien	5,11 %	0,00 %	5,11 %
Südkorea	4,81 %	0,00 %	4,81 %
Philipinen	4,66 %	0,00 %	4,66 %
Thailand	2,58 %	0,00 %	2,58 %
Großbritannien	2,11 %	8,46 %	-6,35 %
Sonstiges	8,61 %	25,12 %	-16,51 %
Insgesamt	100,00 %	100,00 %	

Sektor (Datum: 30.04.2013)	Fonds (%)	Benchmark (%)	Differenz
Finanzen	32,13 %	20,66 %	11,47 %
azyklische Konsumgüter	22,41 %	12,44 %	9,98 %
zyklische Konsumgüter	16,88 %	11,51 %	5,37 %
Industrie	7,45 %	10,99 %	-3,53 %
Rohstoffe	5,80 %	5,77 %	-0,03 %
Arzneimittel	5,07 %	10,27 %	-5,20 %
Kommunikation	4,45 %	4,51 %	-0,06 %
Informationstechnologie	3,43 %	10,81 %	-7,38 %
Öffentlich-Rechtlich	1,95 %	3,75 %	-1,79 %
Energieversorgungsbetrieb	0,41 %	9,29 %	-8,88 %
Insgesamt	100,00 %	100,00 %	

Währungsengagement (Datum: 30.04.2013)	%
EUR	29,51 %
JPY	14,90 %
USD	13,02 %
HKD	11,87 %
IDR	4,57 %
PHP	4,04 %
KRW	3,45 %
SGD	2,76 %
GBP	2,42 %
CHF	1,19 %
Insgesamt	87,59 %*

*Berechnung auf Basis der Wertpapiere

DJE Concept – TQR Ergebnisse

Ergebnis

Der Fonds DJE Concept erzielte im TELOS-Quant Rating über 3 Jahre eine Wertung von 5 Diamanten. Weiterhin erzielte der Fonds über 5 Jahre eine Wertung von 5 Diamanten.





Erläuterung zum Rating

Die Bewertungsskala beim Telos Quant Rating reicht von 5 Diamanten (beste) bis 1 Diamanten (schlechteste). Dabei entsprechen 5 Sterne dem Quantil 80-100 (besten 20%), 4 Sterne dem Quantil 60-80, 3 Sterne dem Quantil 40-60 (Mitte), 2 Sterne dem Quantil 20-40, und 1 Stern dem Quantil 0-20 (schlechteste).

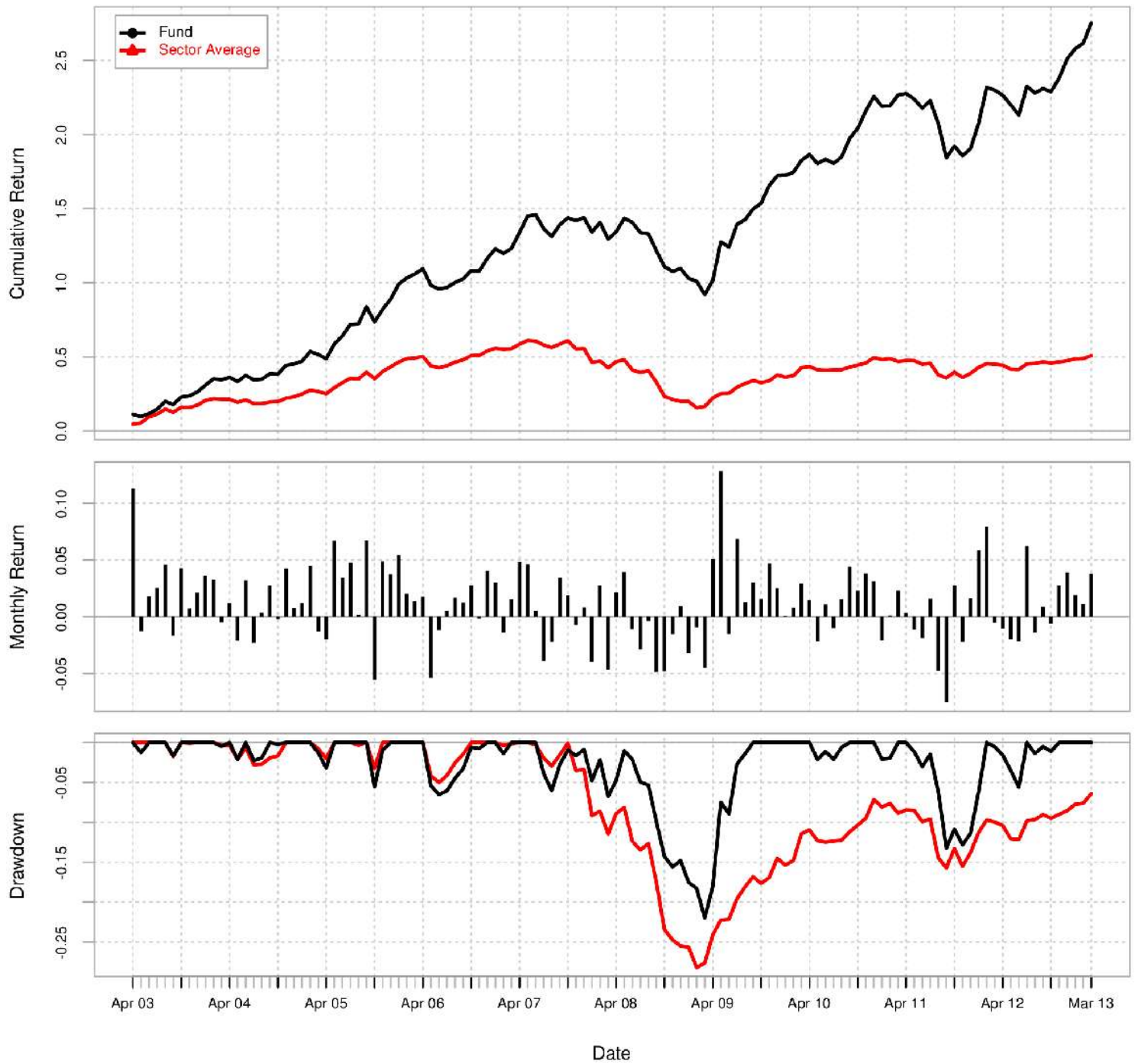
Das Quant Rating wird rein auf Grundlage der Performance Historie gegenüber der Peergroup bestimmt. Neben monatlichen, vierteljährlichen und jährlichen Renditen finden ebenfalls die Outperformance Wahrscheinlichkeit gegenüber dem Sektordurchschnitt, risikoadjustierte Performancemaße sowie diverse Risikomaße/ Information Ratio Eingang in die Analyse.

DJE Concept

ISIN.Code	LU0124662932
Launch.Date	2001-04-06
Fund.Size.m.	92
Fund.Size.Date	2013-01-31
Initial.Charge	0
Annual.Charge	0.6
Yield	
Sector	GM Mixed Asset - Flexible
Fund.Type	Other Offshore Funds
Asset.Class	Mixed Asset
TER	1.04
Fund.Benchmark	
Fund.Manager	
Fund.Manager.Since	NA
Start.of.data	2001-04-06
diamonds.3Y	
diamonds.5Y	

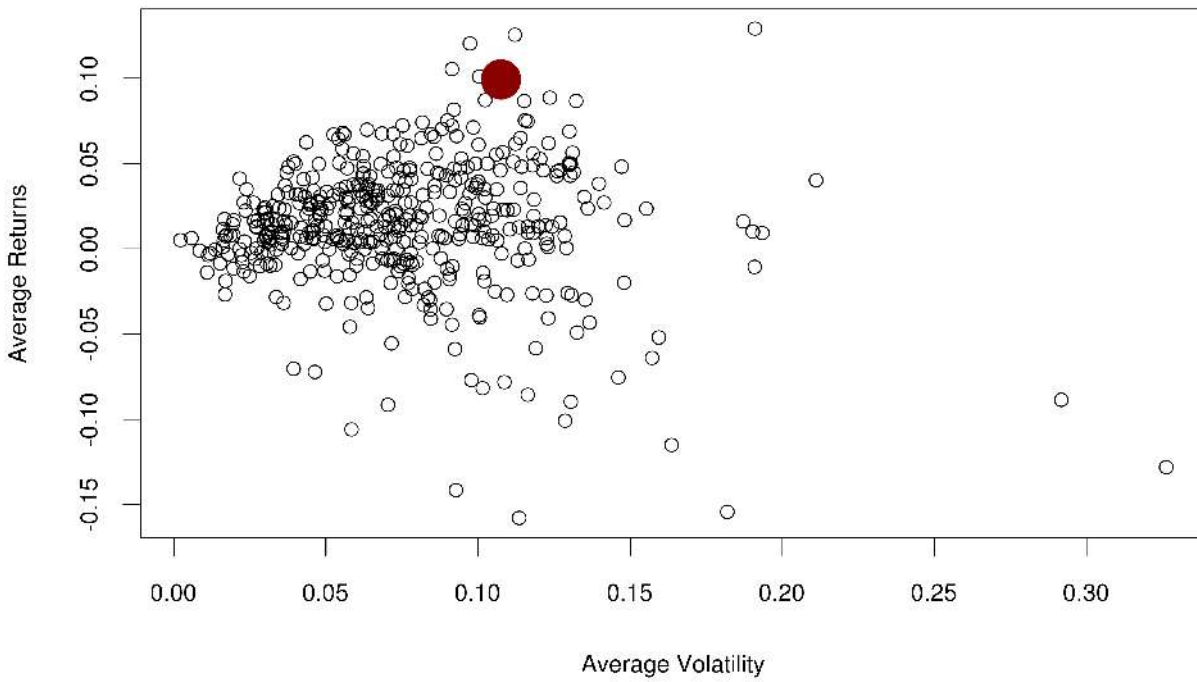
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Jan	-3.97	-3.21	0.07	-2.07	5.87	1.92
Feb	2.78	-0.92	0.79	0.10	7.88	1.07
Mar	-4.69	-4.49	2.91	2.29	-0.52	3.77
Apr	2.14	5.07	1.44	0.31	-1.06	
May	3.90	12.81	-2.15	-1.14	-1.95	
Jun	-1.10	-1.53	1.06	-1.90	-2.18	
Jul	-2.89	6.82	-1.00	1.58	6.22	
Aug	-0.40	1.31	1.55	-4.78	-1.38	
Sep	-4.85	2.97	4.41	-7.54	0.89	
Oct	-4.82	1.58	2.28	2.78	-0.61	
Nov	-1.55	4.67	3.82	-2.23	2.76	
Dec	0.96	2.50	3.14	1.66	3.87	
Fund	-14.05	29.83	19.69	-10.86	20.90	6.90
Sector Average	-22.87	14.75	8.59	-7.17	6.11	2.33

Fund Performance



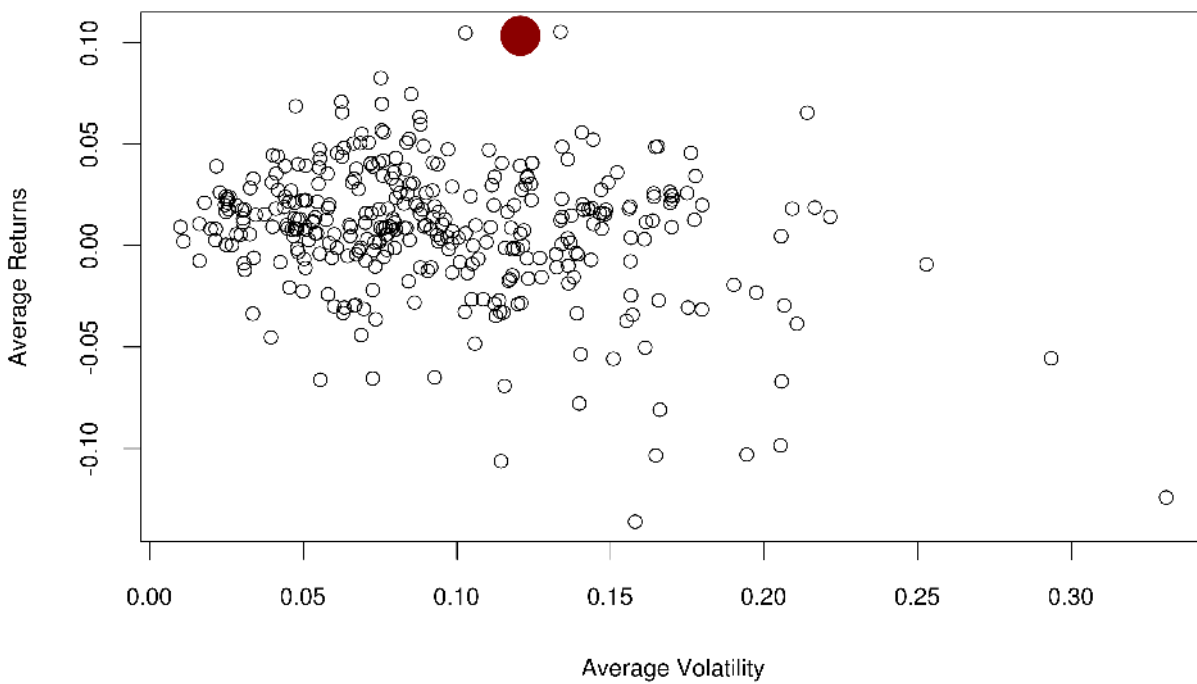
Performance Plot

Sector Comparison: 36 Months
DJE Concept



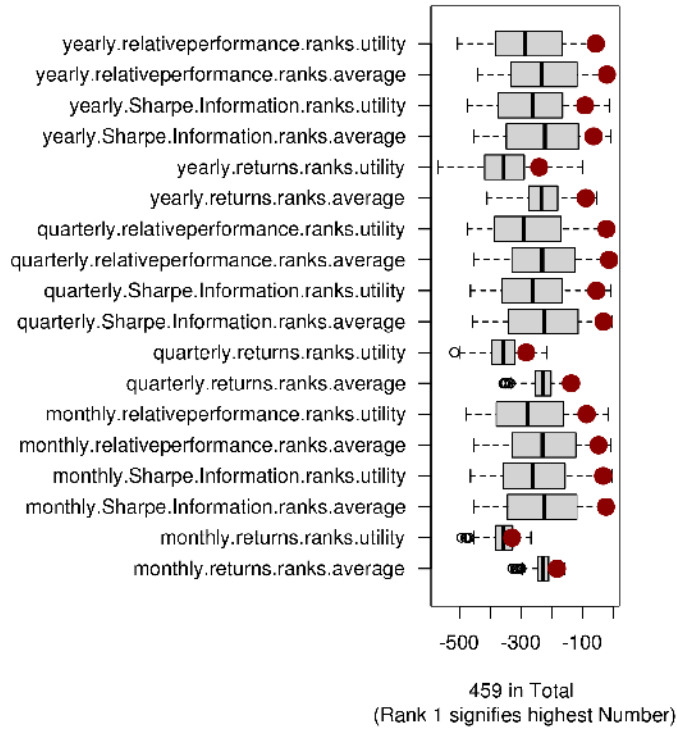
36 Monate Return-Risiko Sektorvergleich

Sector Comparison: 60 Months
DJE Concept



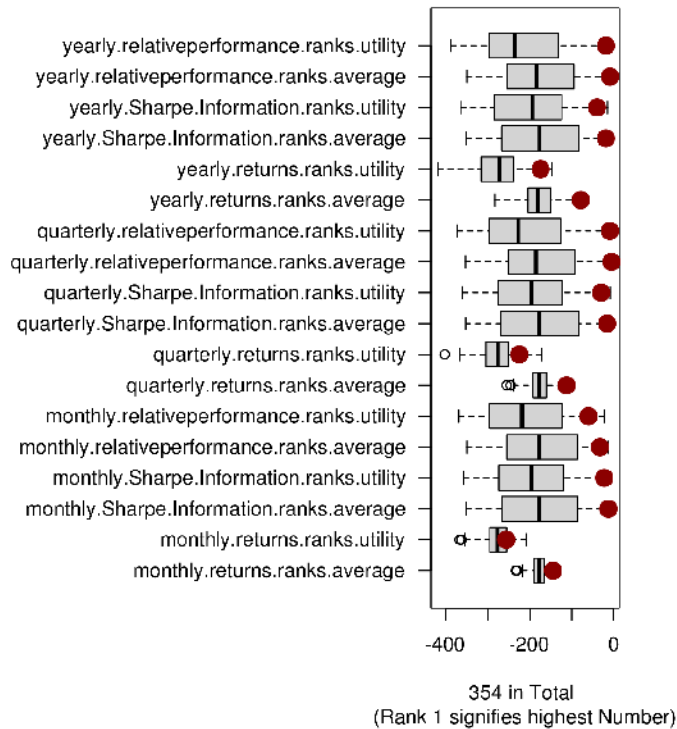
60 Monate Return-Risiko Sektorvergleich

DJE Concept
Rank: 11 ; 3Y
(as per 2013-03-31)



36 Monate Rating Drilldown

DJE Concept
Rank: 4 ; 5Y
(as per 2013-03-31)



60 Monate Rating Drilldown

Franklin Global Small Mid Cap Growth



Ansprechpartner Retail



Ansprechpartner institutionelles Geschäft



Fondsmanager



Firma	Franklin Templeton Investment Management Limited
Strasse, Nr.	Mainzer Landstraße 16
PLZ	60325
Ort	Frankfurt
Ansprechpartner - Retail	Peter Stowasser
Telefon	069-27223127
Fax	069-27223625
E-Mail	pstowasser@franklintempleton.de
Ansprechpartner - institutionelles Geschäft	Jan H. Müller
Telefon	069-27223552
Fax	069-27223625
E-Mail	jmueller@franklintempleton.de
Fondsmanager	Edwin Lugo
Telefon	+1 212 632 4062
Fax	
E-Mail	ELugo@FRK.COM
Web-Site	www.franklintempleton.de

Der Fondsmanager und sein Fonds

Edwin Lugo, II, CFA, MBA, hat über 23 Jahre Investmenterfahrung und ist seit mehr als zwölf Jahren im Unternehmen. Sein Schwerpunkt liegt auf internationalen Growth-Anlagen. Im Juni 2006 übernahm Edwin Lugo die Leitung des Franklin Global Small Cap Team. Unter seiner Führung entwickelte sich das Team weiter und nahm Investmentexperten auf, die einen ähnlichen Anlageansatz verfolgen und ausgeprägte fundamentale Analysekompetenzen mitbringen.

Unter Edwin Lugos Führung wurde der Prozess unter anderem folgendermaßen verbessert:

Schwerpunkt auf Abwärtsrisiken. Wir bemühen uns um fundierte Einblicke in die langfristigen Wettbewerbsvorteile eines Unternehmen, um das Risiko zu mindern, eine Anlage auszuwählen, die durch schrumpfenden Marktanteil, fallende Umsätze und/oder abnehmende Rentabilität beeinträchtigt wird.

- *Schwerpunkt auf Bewertung.* Analysten legen strikte Kauf- und Verkaufsziele fest, die Risikofaktoren über fünf Jahre einkalkulieren. Wir wollen Aktien mit im Vergleich geringeren Abwärtsrisiken zu einem Zeitpunkt erwerben, an dem unsere Einschätzung einer Worst-Case-Analyse unseres Erachtens angemessen eingepreist ist, sodass das Aufwärtspotenzial im Verhältnis zu den Risiken gesteigert wird.
- *Langfristige Perspektive.* Unser Anlagehorizont hat sich auf drei bis fünf Jahre verlängert. Unser Ziel ist, über kürzerfristige Volatilität hinauszublicken, damit wir das künftige Wachstumspotenzial eines Unternehmens besser beurteilen können.

Wir sind überzeugt, dass der durch Edwin Lugo erfolgte Feinschliff der Strategie, seine Erfahrung und die beständige Umsetzung des Bottom-up-Ansatzes der Strategie mit der teamorientierten Unterstützung der Spezialisten des Franklin Global Small Cap Team während seiner Unternehmenszugehörigkeit wettbewerbsfähige risikoadjustierte Erträge ermöglicht haben, mit denen wir auch weiterhin rechnen.

Anstelle eines auf Regionen oder Länder bezogenen Ansatzes analysiert das Franklin Global Small Cap Team individuell einzelne Unternehmen, um anhand eines Bottom-up-Ansatzes ein Portfolio von Unternehmen aufzubauen, das hohes Potenzial für nachhaltiges Wachstum aufweist – bei

gleichzeitiger Minimierung von Abwärtsrisiken. Für uns steht in erster Linie die fundierte Analyse einzelner Unternehmen im Vordergrund und nicht die Beziehungen zu bestimmten Regionen/Ländern.

Die Strategie setzt einen Bottom-up-Anlagestil mit Schwerpunkt auf der Ermittlung einzelner Unternehmen ein, die unseres Erachtens mit dauerhaften Wettbewerbsvorteilen und soliden Bilanzen aufwarten und zu interessanten Bewertungen gehandelt werden. Wachstum ist aber nicht allein ausschlaggebend für Anlageentscheidungen, sondern auch andere Faktoren wie unsere strengen Qualitäts- und Bewertungskriterien.

Unsere Investmentphilosophie stützt sich auf die Überzeugung, dass Unternehmen mit nachhaltigen Wettbewerbsvorteilen, die Cashflows und hohe Kapitalrenditen erwirtschaften können und geringe Abwärtsrisiken aufweisen, Shareholder Value schaffen können und über ganze Marktzyklen hinweg überdurchschnittliche risikoadjustierte Erträge bringen.

Unser Prozess beginnt mit der Sichtung aller Branchen und Standorte nach Unternehmen, die unseren strikten Wachstum-, Qualitäts- und Bewertungskriterien entsprechen. Anhand einer Vielzahl qualitativer und quantitativer Methoden ermitteln Analysten Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von 100 Mio. bis 8 Mrd. US-Dollar, die ihrer Überzeugung nach über nachhaltige Wettbewerbsvorteile, solide Bilanzen und das Potenzial verfügen, über fünf Jahre mindestens 10% Jahresertrag abzuwerfen. Durch fundamentale Bottom-up-Analysen verschaffen sie sich nach Möglichkeit fundierten Einblick in jeden Aspekt eines Unternehmens und in seine Fähigkeit, sich unter verschiedenen mikro- und makroökonomischen Rahmenbedingungen zu behaupten. Das schließt alle spezifischen Faktoren oder Umstände ein, die sich auf die Performance auswirken können.

Das besondere Know-how

Das Franklin Global Small Cap Team unterscheidet sich von anderen Managern durch seinen Schwerpunkt auf den Abwärtsrisiken und den Einsatz absoluter Bewertung aus langfristiger Perspektive.

Investmentchancen im Segment Global Equity

Wir bewerten sämtliche Anlagechancen konsequent anhand unseres research-gesteuerten Bottom-up-Investmentprozesses, der Unternehmen ermittelt, die unsere strikten Wachstums-, Qualitäts- und Bewertungskriterien erfüllen.

Asset Allocation (Datum 30.04.2013)	Fonds (%)	Benchmark (%)	Differenz
Aktien	92,4	N/A	
Renten	0,0	N/A	
Cash	7,6	N/A	
Gesamt	100		

Top 10 Holdings (Datum: 30.04.2013)	%
GRAFTON GROUP PLC	4,12
EULER SA	3,87
ADERANS CO LTD	3,63
PRYSMIAN SPA	3,60
ARCH CAPITAL GROUP LTD	3,39
SLIGRO FOOD GROUP NV	3,33
UPONOR OYJ	3,21
ALENT PLC	3,18
SI FINANCIAL GROUP INC	3,13
MICHAEL PAGE INTERNATIONAL	3,09
Anteil Top 10 insgesamt	34,55
Anzahl der Positionen insgesamt	36

Marktrisiko (Datum: 30.04.2013)	Fonds (%)	Benchmark (%)	Differenz
Großbritannien	27,87	8,22	19,65
Irland	12,57	0,54	12,03
Vereinigte Staaten	11,92	56,98	-45,06
Japan	9,81	11,01	-1,20
Frankreich	6,79	1,47	5,32
Griechenland	6,17	0,30	5,87
Kanada	4,89	4,91	-0,02
Italien	3,90	1,19	2,71
Niederlande	3,61	0,67	2,94
Finnland	3,47	0,56	2,91
Sonstiges	9,0	14,15	-5,15
Insgesamt	100	100	

Sektor (Datum: 30.04.2013)	Fonds (%)	Benchmark (%)	Differenz
Industrie	35,92	17,23	18,69
Finanzwesen	32,58	22,91	9,67
Zyklische Konsumgüter	15,81	16,06	-0,25
Nicht-zyklische Konsumgüter	10,55	4,18	6,37
Rohstoffe	3,44	8,41	-4,97
IT	1,69	12,03	-10,34
Energie	0,00	6,18	-6,18
Gesundheitswesen	0,00	8,75	-8,75
Telekommunikation	0,00	0,31	-0,31
Versorgungsbetriebe	0,00	3,31	-3,31

Währungsengagement (Datum: 30.04.2013)	%
EURO	39,71
British Pound	25,75
US Dollar	18,62
Japanese Yen	9,06
Canadian Dollar	4,52
Singapore Dollar	2,34
Sonstiges	
Insgesamt	100

Franklin Global Small Mid Cap Growth – TQR Ergebnisse

Ergebnis

Der Fonds Franklin Global Small Mid Cap Growth erzielte im TELOS-Quant Rating über 3 Jahre eine Wertung von 5 Diamanten. Weiterhin erzielte der Fonds über 5 Jahre eine Wertung von 5 Diamanten.





Erläuterung zum Rating

Die Bewertungsskala beim Telos Quant Rating reicht von 5 Diamanten (beste) bis 1 Diamanten (schlechteste). Dabei entsprechen 5 Sterne dem Quantil 80-100 (besten 20%), 4 Sterne dem Quantil 60-80, 3 Sterne dem Quantil 40-60 (Mitte), 2 Sterne dem Quantil 20-40, und 1 Stern dem Quantil 0-20 (schlechteste).

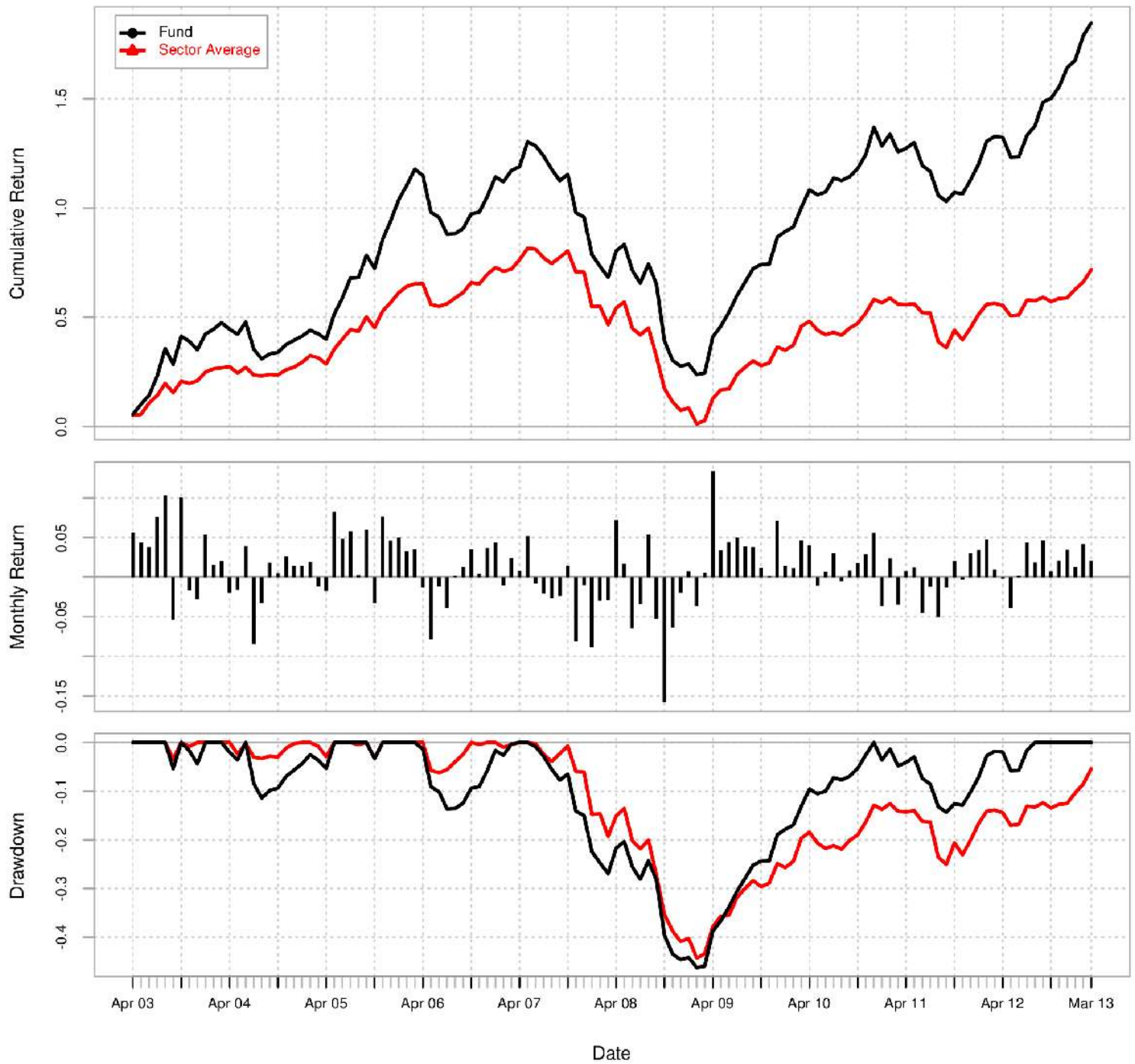
Das Quant Rating wird rein auf Grundlage der Performance Historie gegenüber der Peergroup bestimmt. Neben monatlichen, vierteljährlichen und jährlichen Renditen finden ebenfalls die Outperformance Wahrscheinlichkeit gegenüber dem Sektordurchschnitt, risikoadjustierte Performancemaße sowie diverse Risikomaße/ Information Ratio Eingang in die Analyse.

Franklin Global Small Mid Cap Growth

ISIN.Code	LU0144644332
Launch.Date	2002-04-15
Fund.Size.m.	103.1
Fund.Size.Date	2013-02-28
Initial.Charge	5.75
Annual.Charge	1.5
Yield	
Sector	GM Equity - Global
Fund.Type	Offshore FSA
Asset.Class	Equity
TER	1.84
Fund.Benchmark	MSCI World Small Cap Index
Fund.Manager	Edwin Lugo
Fund.Manager.Since	2006-07-01
Start.of.data	2002-04-15
diamonds.3Y	
diamonds.5Y	

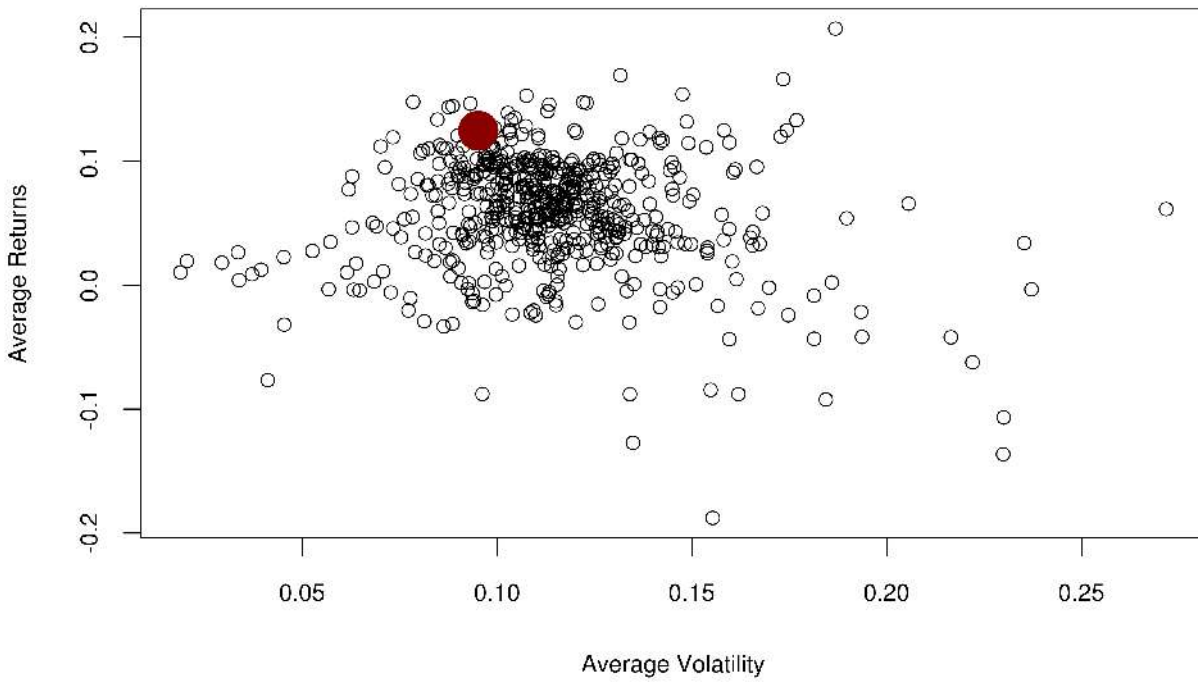
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Jan	-8.79	0.70	1.41	-3.60	3.42	1.31
Feb	-3.00	-3.65	1.08	2.34	4.75	4.20
Mar	-2.89	0.52	4.66	-3.49	0.96	2.09
Apr	7.17	13.36	4.02	0.73	-0.17	
May	1.66	3.41	-1.08	1.19	-3.89	
Jun	-6.46	4.40	0.63	-4.57	0.10	
Jul	-3.45	4.95	3.06	-1.23	4.34	
Aug	5.33	3.84	-0.49	-5.09	1.83	
Sep	-5.27	3.77	0.82	-1.33	4.62	
Oct	-15.81	1.09	1.77	2.04	0.70	
Nov	-6.38	0.08	2.90	-0.33	2.09	
Dec	-2.01	7.10	5.57	3.06	3.44	
Fund	-34.85	46.26	26.97	-10.21	24.17	7.76
Sector Average	-37.09	27.04	16.01	-8.29	9.50	8.13

Fund Performance



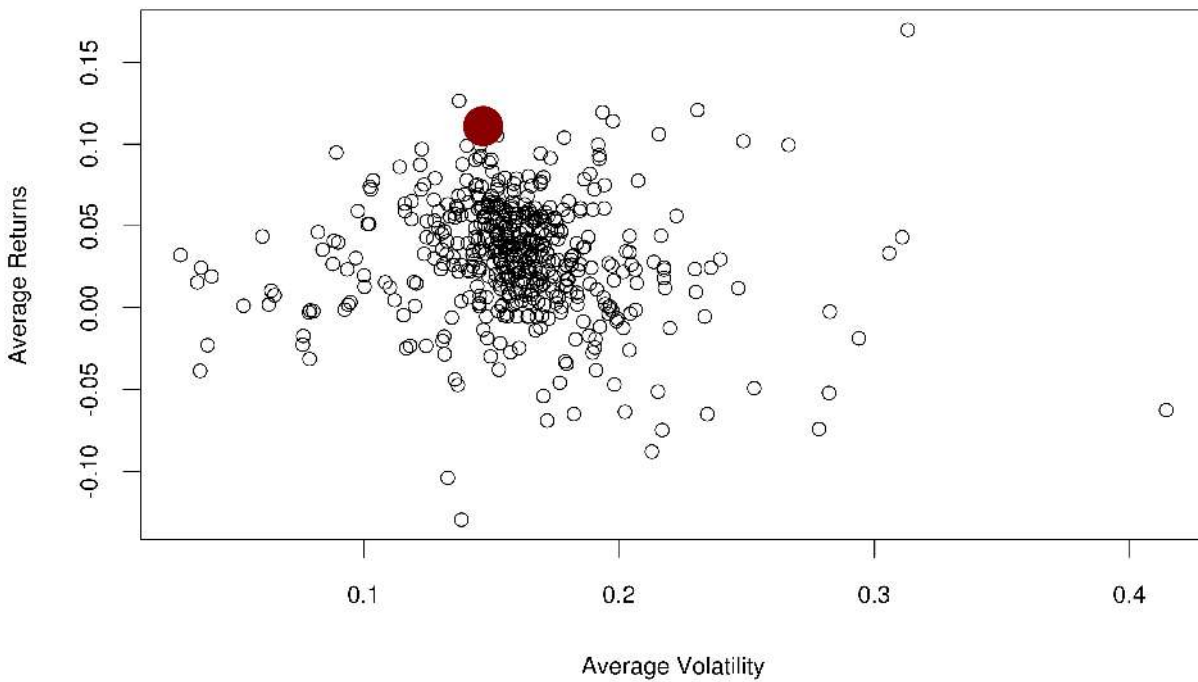
Performance Plot

Sector Comparison: 36 Months
Franklin Global Small Mid Cap Growth



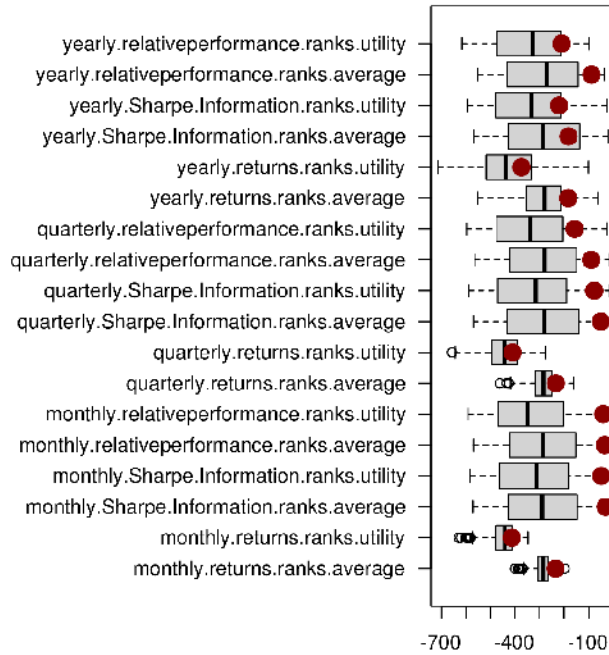
36 Monate Return-Risiko Sektorvergleich

Sector Comparison: 60 Months
Franklin Global Small Mid Cap Growth



60 Monate Return-Risiko Sektorvergleich

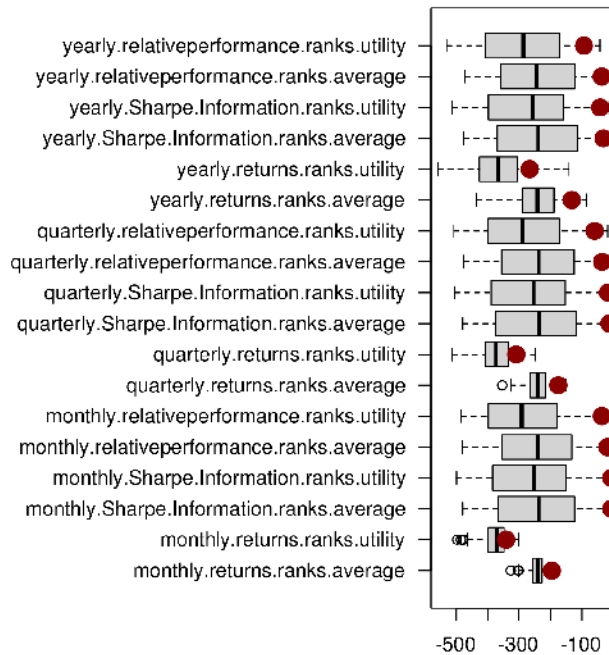
Franklin Global Small Mid Cap Growth
Rank: 69 ; 3Y
(as per 2013-03-31)



573 in Total
 (Rank 1 signifies highest Number)

36 Monate Rating Drilldown

Franklin Global Small Mid Cap Growth
Rank: 9 ; 5Y
(as per 2013-03-31)



481 in Total
 (Rank 1 signifies highest Number)

60 Monate Rating Drilldown

GS Global Small Cap CORE® Equity Portfolio TR



**Asset
Management**

Firma	Goldman Sachs AG
Strasse, Nr.	Friedrich-Ebert-Anlage 49
PLZ	60308
Ort	Frankfurt/Main
Ansprechpartner - Retail	
Telefon	
Fax	
E-Mail	
Ansprechpartner - institutionelles Geschäft	Christoph von Reiche
Telefon	+49 (0) 697532 2120
Fax	+49 (0) 697532 1913
E-Mail	chris.vonreiche@gs.com
Fondsmanager	Ronald Hua
Telefon	
Fax	
E-Mail	
Web-Site	www.gs.com

Der Fondsmanager und sein Fonds

GSAM is a globally-integrated asset management firm committed to delivering strong, consistent results and an outstanding client experience. We manage a total of US\$748.1 bn [1] and are present in 31 offices globally, enhancing both our research efforts and our ability to serve the needs of our client base. We differentiate ourselves from our competitors by the breadth and depth of our servicing as we are able to leverage both GSAM and GS & Co. resources to work with our clients.

GSAM has two equity businesses: Fundamental Equity and Quantitative Investment Strategies (“QIS”). Together, these two GSAM equity groups manage over \$100bn in assets, applying a variety of traditional and quantitative investment philosophies. The teams are present in New York, London, Hong Kong, Melbourne, Mumbai, Shanghai, Singapore, Sao Paulo, Bangalore and Tokyo and comprise of over 200 professionals in portfolio management, research, product management, trading, technology and the development of analytical tools. In addition the QIS group is strongly devoted to research. The Quantitative Research team, which consists of many trained and experienced professionals, spend the majority of their time researching new investment ideas on a day to day basis whilst improving existing signals.

The GS Global Small Cap CORE[®] Equity Portfolio, managed by the QIS group, seeks long-term capital appreciation by investing in companies domiciled in the global small cap markets using a variety of fundamental and behavioural insights. It is a comprehensive, objective and risk-managed approach to equity investing seeking to add value from stock selection, not sector bets or other style biases. The investment philosophy is based on three principles:

- It is possible to add value from active management.
- A combination of qualitative and quantitative insights enhances results.
- Rigorous risk management adds value.

The Fund returned 12.3% p.a. over the last 3 years on a net basis for the institutional share class, exceeding the benchmark by 1.59% p.a., and has returned over 2.7% net excess returns year-to-date. The Fund employs a three-step investment process.

Step 1 - Disciplined Security Analysis: We forecast expected returns on over 9,500 global stocks on a daily basis using a model developed in-house by the QIS group. It is based on six investment themes chosen because we believe they i) have a statistically significant ability to forecast returns, ii) work well in different markets and across stocks and iii) contribute to excess returns. These are Valuation, Profitability, Quality, Management, Momentum and Sentiment. In addition, since the correlations between themes are low, each should bring new information to the overall evaluation of a stock's attractiveness and contribute to a better buy/sell decision on each stock.

The weights on these themes are constantly evaluated and adjusted to reflect current market conditions.

Step 2 - Portfolio Construction: After stocks are assigned alphas by the stock selection model, we use a proprietary optimisation process for portfolio construction. We believe to manage effectively portfolio risk; the optimiser must recognise the risk associated with a stock and should be able to respond quickly to changing market conditions. We use a risk model developed in-house which we believe allows us to measure and manage portfolio risk more effectively than by using widely used, commercially available models. Our daily model gives a much more realistic picture of portfolio risk and sources of return and allows us to add new companies/industries to the risk model easily.

Step 3 - Efficient Implementation: Transaction costs are considered at every step of the investment process, from weighting the investment themes, to portfolio optimisation, to trading. After conducting extensive pre-trade analysis we implement and trade our portfolios as efficiently as possible using integrated trading systems and sophisticated transaction cost management techniques. We aim to ensure that all trading results in a net benefit to the portfolio.

General disclosures

This marketing material has been issued by Goldman Sachs International authorised by the Prudential Regulation Authority and regulated by the Financial Conduct Authority and the Prudential Regulation Authority. This material is provided at your request for informational purposes only and does not constitute a solicitation in any jurisdiction in which such a solicitation is unlawful or to any person to whom it is unlawful. It only contains selected information with regards to the fund and does not constitute an offer to buy shares in the fund. Prior to an investment, prospective investors should carefully read the latest Key Investor Information Document (KIID) as well as the offering documentation, including but not limited to the fund's prospectus which contains inter alia a comprehensive disclosure of applicable risks. The relevant articles of association, prospectus, supplement, KIID and latest annual/semi-annual report are available free of charge from the fund's paying and information agent and/or from your financial adviser.

Shares of the fund may not be registered for public distribution in a number of jurisdictions (including but not limited to any Latin American, African or Asian countries). Therefore, the shares of the fund must not be marketed or offered in or to residents of any such jurisdictions unless such marketing or offering is made in compliance with applicable exemptions for the private placement of collective investment schemes and other applicable jurisdictional rules and regulations.

Financial advisers generally suggest a diversified portfolio of investments. The fund described herein does not represent a diversified investment by itself. An investor should only invest if he/she has the necessary financial resources to bear a complete loss of this investment.

This material must not be construed as investment or tax advice. Prospective investors should consult their financial and tax adviser before investing in order to determine whether an investment would be suitable for them.

This material is not financial research and was not prepared by the Goldman Sachs Global Investment Research. It was not prepared in compliance with applicable provisions of law designed to promote the independence of financial analysis and is not subject to a prohibition on trading following the distribution of financial research. The views and opinions expressed herein are valid as of the date of this publication only and may differ from the views and opinions expressed by the Global Investment Research or other departments or divisions of Goldman Sachs and its affiliates. Goldman Sachs International has no obligation to provide any updates.

Past performance does not guarantee future results, which may vary. The value of investments and the income derived from investments will fluctuate and can go down as well as up. A loss of principal may occur.

© 2013 Goldman Sachs. All rights reserved. 101045.OSF.OTU

[1] 31 Mar-13

Das besondere Know-how

Overall, the Quantitative Investment Strategies (QIS) team offers significant depth of experience in equity, fixed income, currency, commodities markets as well as beta and hedging capabilities and many team members have been published in leading academic journals. Armen Avanesians is the Head of QIS and has been with the firm for over 25 years. Within our alpha strategies, Ron Hua, CFA, is the CIO for our equity strategies, where also the Global Small Cap CORE Equity Portfolio resides. Ron has over 18 years of industry experience and joined GSAM as a partner in 2011. He oversees all research and portfolio management. Additionally, the fund management team, which consists of over 90 investment professionals, developed a daily risk model in-house, to reflect changes in market conditions sooner and place higher weight on the most recent data. Our team is strongly committed to research and pursues an extremely systematic and disciplined investment approach, allowing us to focus on all the stocks within our investment universe every day.

Investmentchancen im Segment Global Equity

Both in terms of current and future investment opportunities, we believe that cheaper stocks should outpace more expensive ones, and stocks with strong momentum metrics are likely to continue to perform well. We also prefer stocks which are being viewed more positively by fundamental research analysts as well as companies that are profitable, have sustainable earnings and use their capital to enhance shareholder value. As such, we anticipate remaining fully invested and expect that the value we add over time will be due to stock selection, as opposed to sector or size allocations.

Asset Allocation (Datum 30.04.2013)	Fonds (%)	Benchmark (%)	Differenz
Equities	97.03	100	-2.97
Cash/Cash Equivalentes	2.97	0	2.97
Gesamt	100	100	
Gesamt			

Top 10 Holdings (Datum: 30.04.2013) %	%
GamesStop Corp	1.28
Taubman Centers Inc	1.17
Packaging Corp of America	1.17
Alaska Air Group Inc	1.11
Sanderson Farms Inc	1.09
Corrections Corp of America	1.04
Delek US Holdings Inc	1.00
Mohawk Industries Inc	0.99
ManpowerGroup	0.94
Skywest Inc	0.94
Anteil Top 10 insgesamt	10.73
Anzahl der Positionen insgesamt	752

Marktrisiko (Datum: 30.04.2013)	Fonds (%)	Benchmark (%)	Differenz
USA	52.31	52.35	-0.04
Japan	9.97	9.97	0.00
Vereinigtes Königreich	9.43	9.40	0.03
Kanada	4.23	4.20	0.03
Deutschland	3.79	3.19	0.60
Australien	3.34	3.23	0.11
Schweiz	2.84	3.32	-0.48
Frankreich	2.44	3.23	-0.79
Italien	2.37	1.06	1.31
Südkorea	2.24	2.21	0.03
Sonstiges	7.04	7.84	-0.8
Insgesamt	100	100	0

Sektor (Datum: 30.04.2013)	Fonds (%)	Benchmark (%)	Differenz
Consumer Discretionary	15.50	16.02	-0.52
Consumer Staples	5.69	4.44	1.25
Energy	5.48	5.11	0.37
Financials	22.71	23.07	-0.36
Health Care	10.22	8.03	2.19
Industrials	19.09	18.97	0.12
Information technology	8.52	11.19	-2.67
Materials	8.77	8.50	0.27
Telecommunication	1.07	1.15	-0.08

Währungsengagement (Datum: 30.04.2013)	%
US Dollar	52.31
Euro	10.90
Yen	9.97
Pfund	9.43
Kanadischer Dollar	4.23
Australischer Dollar	3.34
Schweizer Franken	2.84
Ägyptische Pfund	2.24
Dänische Kronen	1.38
Hong Kong Dollar	1.20
Sonstiges	2.16
Insgesamt	100

GS Global Small Cap CORE® Equity Portfolio TR – TQR Ergebnisse

Ergebnis

Der Fonds GS Global Small Cap CORE® Equity Portfolio TR erzielte im TELOS-Quant Rating über 3 Jahre eine Wertung von 5 Diamanten. Weiterhin erzielte der Fonds über 5 Jahre eine Wertung von 5 Diamanten.





Erläuterung zum Rating

Die Bewertungsskala beim Telos Quant Rating reicht von 5 Diamanten (beste) bis 1 Diamanten (schlechteste). Dabei entsprechen 5 Sterne dem Quantil 80-100 (besten 20%), 4 Sterne dem Quantil 60-80, 3 Sterne dem Quantil 40-60 (Mitte), 2 Sterne dem Quantil 20-40, und 1 Stern dem Quantil 0-20 (schlechteste).

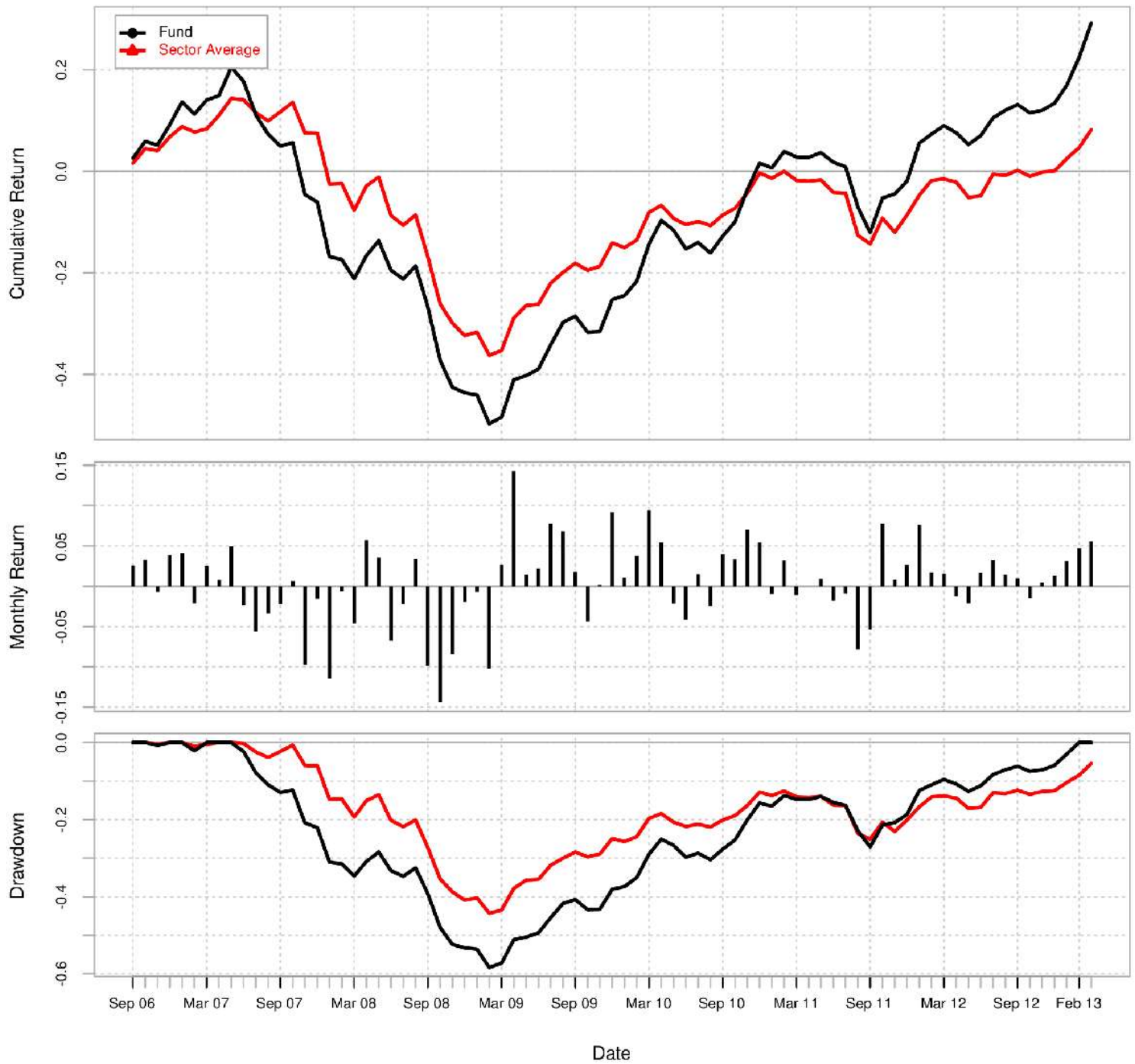
Das Quant Rating wird rein auf Grundlage der Performance Historie gegenüber der Peergroup bestimmt. Neben monatlichen, vierteljährlichen und jährlichen Renditen finden ebenfalls die Outperformance Wahrscheinlichkeit gegenüber dem Sektordurchschnitt, risikoadjustierte Performancemaße sowie diverse Risikomaße/ Information Ratio Eingang in die Analyse.

GS Global Small Cap CORE® Equity Portfolio TR

ISIN.Code	LU0245329841
Launch.Date	2006-08-03
Fund.Size.m.	133.5
Fund.Size.Date	2013-02-28
Initial.Charge	5.5
Annual.Charge	NA
Yield	
Sector	GM Equity - Global
Fund.Type	Offshore FSA
Asset.Class	Equity
TER	
Fund.Benchmark	Su.P Developed Small Cap Index
Fund.Manager	
Fund.Manager.Since	NA
Start.of.data	2006-08-03
diamonds.3Y	
diamonds.5Y	

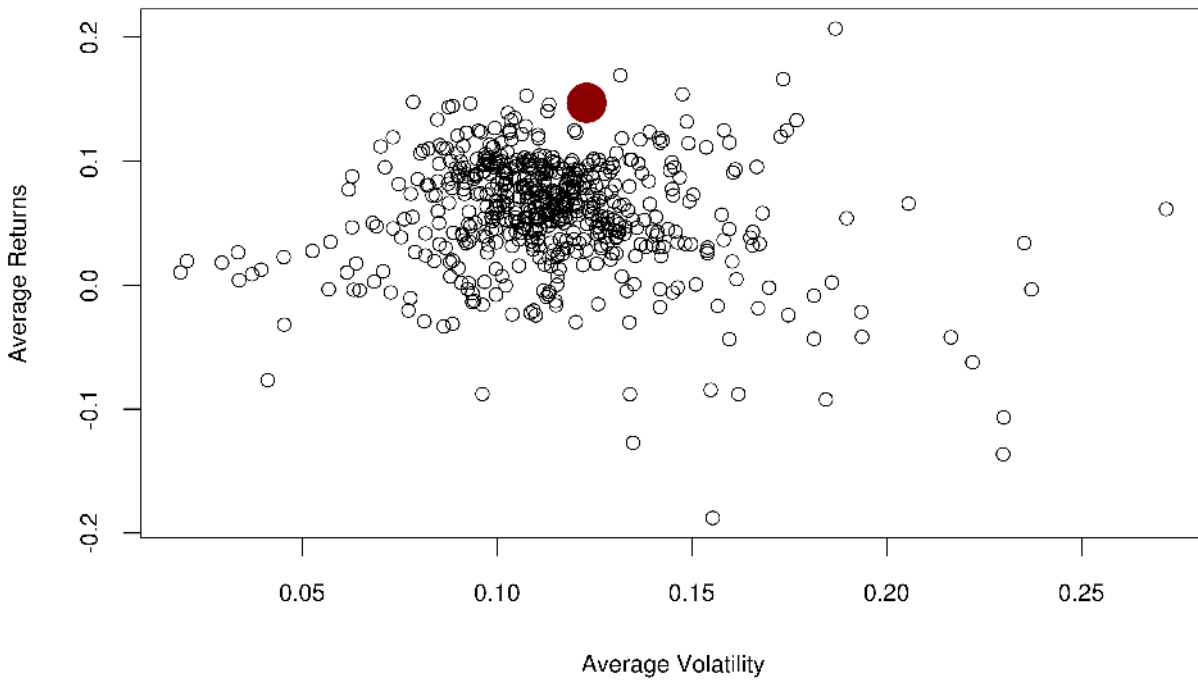
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Jan	-11.49	-0.70	1.08	-0.92	7.66	3.12
Feb	-0.64	-10.25	3.75	3.22	1.67	4.69
Mar	-4.59	2.67	9.36	-1.07	1.55	5.58
Apr	5.75	14.27	5.43	-0.05	-1.30	
May	3.56	1.41	-2.15	0.89	-2.14	
Jun	-6.75	2.15	-4.15	-1.80	1.66	
Jul	-2.19	7.79	1.48	-0.90	3.24	
Aug	3.32	6.78	-2.40	-7.86	1.38	
Sep	-9.92	1.72	3.93	-5.41	0.99	
Oct	-14.40	-4.38	3.29	7.74	-1.43	
Nov	-8.46	0.17	6.99	0.84	0.45	
Dec	-1.89	9.15	5.44	2.66	1.24	
Fund	-40.03	32.57	36.05	-3.50	15.65	13.98
Sector Average	-37.09	27.04	16.01	-8.29	9.50	8.13

Fund Performance



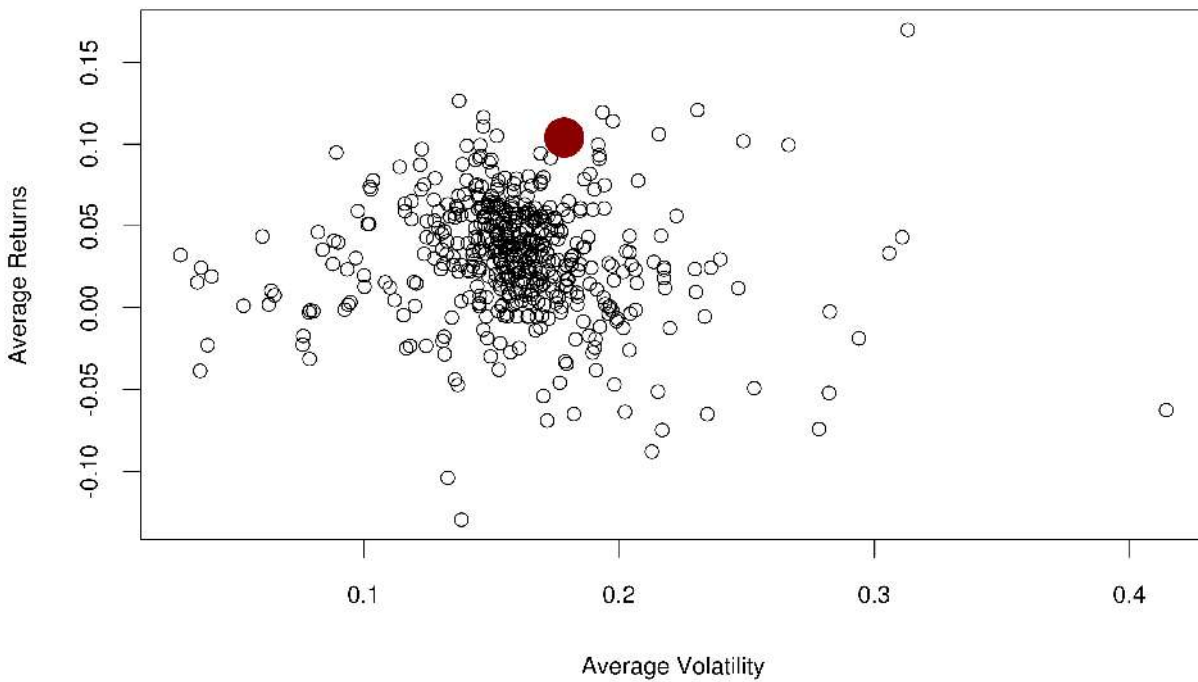
Performance Plot

Sector Comparison: 36 Months
GS Global Small Cap Core Equity Portfolio TR



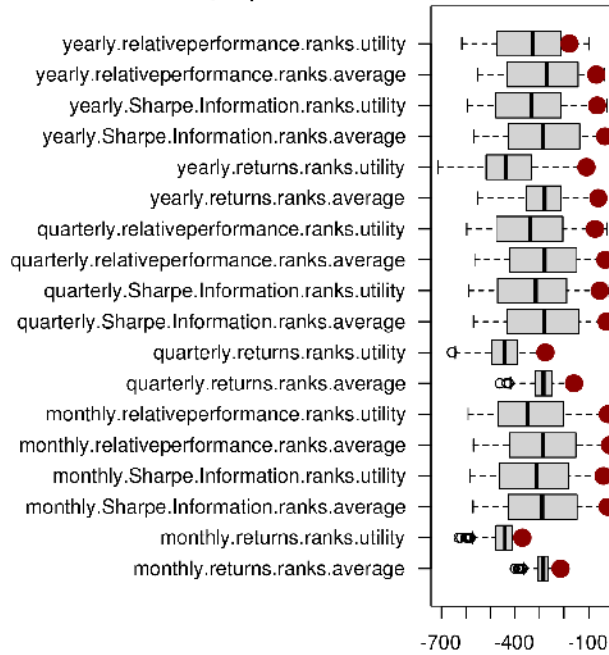
36 Monate Return-Risiko Sektorvergleich

Sector Comparison: 60 Months
GS Global Small Cap Core Equity Portfolio TR



60 Monate Return-Risiko Sektorvergleich

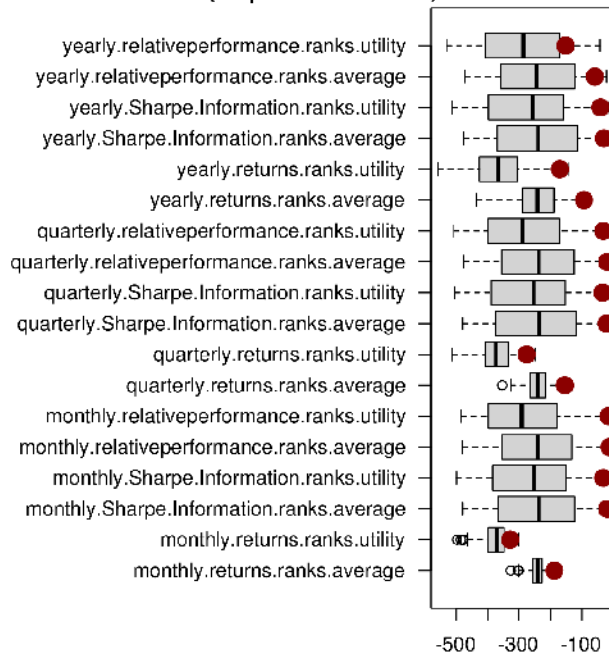
GS Global Small Cap Core Equity Portfolio
TR
Rank: 3 ; 3Y
(as per 2013-03-31)



573 in Total
 (Rank 1 signifies highest Number)

36 Monate Rating Drilldown

GS Global Small Cap Core Equity Portfolio
TR
Rank: 4 ; 5Y
(as per 2013-03-31)



481 in Total
 (Rank 1 signifies highest Number)

60 Monate Rating Drilldown

Metzler International Growth

METZLER

Asset Management

Ansprechpartner Retail



Ansprechpartner institutionelles Geschäft



Fondsmanager



Firma	Metzler Asset Management GmbH
Strasse, Nr.	Große Gallusstraße 18
PLZ	60311
Ort	Frankfurt am Main
Ansprechpartner - Retail	Gerrit Braith
Telefon	069 / 2104-1320
Fax	069 / 2104-1444
E-Mail	GBraith@metzler.com
Ansprechpartner - institutionelles Geschäft	Thomas Schrod
Telefon	069 / 2104-1527
Fax	069 / 2104-1179
E-Mail	TSchrod@metzler.com
Fondsmanager	Heiko Veit/ Randolph Salzsieder
Telefon	069 / 2104-1211 / 1264
Fax	069 / 2104-1145
E-Mail	HVeit@metzler.com/ RSalzsieder@metzler.com
Web-Site	http://www.metzler.com

Der Fondsmanager und sein Fonds

Das Management des Metzler International Growth liegt in der Hand eines erfahrenen Teams. Randolph Salzsieder und Ulf Plesmann sind für das nichteuropäische Segment des Produktes zuständig, Heiko Veit und Philipp Struck für die Titelauswahl innerhalb Europas. Randolph Salzsieder ist seit 2007 bei Metzler Asset Management tätig, davor war er acht Jahre Portfoliomanager für globale Aktienfonds bei Cominvest. Ulf Plesmann arbeitet seit 2012 in Metzlers Growth-Team und sammelte zuvor sechs Jahre Kapitalmarkterfahrung als Portfoliomanager und Research-Analyst im Commerzbank-Konzern. Geleitet wird das Growth-Team seit 2006 von Heiko Veit, der für seine Leistungen als Portfoliomanager bereits mehrfach ausgezeichnet wurde. Zuvor war er elf Jahre im Fondsmanagement der BW-Bank tätig, zuletzt als Geschäftsführer der BW Asset Consult GmbH. Philipp Struck ist seit 2005 im Growth-Team bei Metzler Asset Management tätig.

Das Anlageuniversum des Fonds umfasst Titel von Unternehmen, die ein nachhaltiges Ertragswachstum über den Konjunkturzyklus erwarten lassen und attraktive Renditen erzielen. Die Portfoliomanager wählen die Titel unabhängig von einer Benchmark, einem Index oder einer vorgegebenen Portfoliokonstruktion aus. Entscheidend für die Aktienauswahl sind allein die fundamentalen Einschätzungen der Unternehmensdaten und der Bewertungsrelationen. Das Fondsmanagement kann so flexibel und frei in attraktive Titel investieren. Bei der aktiven Konstruktion des Portfolios setzt das Fondsmanagement bewusst auf ein konzentriertes Portfolio von in der Regel 60 bis 80 Titel.

Bei der Auswahl der Einzeltitel konzentriert sich das Fondsmanagement des Metzler International Growth ausschließlich auf Aktien von wachstumsstarken „Global Playern“, die folgende Kriterien erfüllen:

- Internationale Diversifikation und möglichst geringe Regulierungsrisiken
- Starke Marktstellung und hohe Preissetzungsmacht
- Hohe Cashflows und solide Bilanz
- Langfristig überdurchschnittliches Wachstum bei geringer Ertragsvolatilität
- Hohes organisches Wachstumspotenzial; daher kein Druck, Wachstum über Akquisitionen zu erreichen.

Der Investmentprozess

Der Investmentprozess für den Metzler International Growth folgt einer zweistufigen Auswahl. Im ersten Schritt filtert das Portfoliomanagement aus dem komplexen globalen Aktienuniversum Unternehmen heraus, die quantitative Kriterien wie zum Beispiel Marktkapitalisierung, stabiles Gewinnwachstum und hohe Cashflows erfüllen. Dafür greift Metzlers Growth-Team auf Datenbanken zurück, die bewährt hochwertiges Zahlenmaterial bieten. Im zweiten Schritt analysieren die Metzler-Experten die herausgefilterten Unternehmen nach qualitativen Bewertungskriterien wie überzeugende Strategie, erfahrenes Management, starke Marktposition, hohe Preissetzungsmacht und großes Innovationspotenzial.

Diese fundamentale Analyse von Einzelwerten ist das Kernstück des Bottom-up-Investmenprozesses von Metzlers Growth-Team: Für die langfristig erfolgreiche Auswahl von Einzeltiteln ist es aus Sicht der Metzler-Experten von entscheidender Bedeutung, ein Unternehmen nicht nur anhand von quantitativen Kennzahlen, sondern auch anhand qualitativer Kriterien zu analysieren. Daher legt das Fondsmanagement großen Wert auf direkten Zugang zum Topmanagement der Unternehmen, in die investiert wird. Dementsprechend haben die Portfoliomanager des Metzler International Growth über 400 Firmenkontakte pro Jahr, um sich selbst ein Bild von der Qualität des Geschäftsmodells und des Managements zu machen.

Bei der Portfoliokonstruktion auf Basis der favorisierten Einzeltitel achten die Metzler-Experten aber auch darauf, das Fondsvermögen auf die einzelnen Sektoren breit zu verteilen. Länder- und Währungsüberlegungen spielen dagegen nur eine untergeordnete Rolle, da die Geschäftsportfolios der ausgewählten Unternehmen bereits international diversifiziert sind. Abgesehen davon überwacht das Metzler-Team kontinuierlich, dass Titelentscheidungen nicht zu ungewollten Klumpenrisiken auf Länder- und/oder Währungsebene führen.

Wenn sich die positive Einschätzung von Metzlers Growth-Team in Bezug auf ein Unternehmen fundamental oder aus Bewertungsgründen ändert, folgt das Fondsmanagement einer disziplinierten Verkaufsstrategie.

Das besondere Know-how

Fonds aus gutem Hause

Das Frankfurter Bankhaus B. Metzler seel. Sohn & Co. KGaA steht für Unabhängigkeit, Langfristigkeit, Kontinuität und Verlässlichkeit in Kombination mit Geschäftserfahrung und Kapitalmarktkompetenz. Metzler ist mit mittlerweile 339 Jahren die älteste deutsche Privatbank im ununterbrochenen Familienbesitz und konzentriert sich heute mit seinen rund 750 Mitarbeitern auf seine Stärken: beratungsintensive Investmentdienstleistungen in den Kerngeschäftsfeldern Asset Management, Corporate Finance, Equities, Financial Markets und Private Banking.

Klare Produktverantwortung und aktives Handeln

Das Fondsmanagement ist stark geprägt von der ebenso nachhaltigen wie fokussierten Philosophie des Hauses Metzler: Die Teams treffen ihre Entscheidungen unabhängig und konzentrieren sich

konsequent auf ihre Stärken. Dabei wird besonderer Wert gelegt auf die Eigenverantwortung der Fondsmanager und das aktive Handeln an den Kapitalmärkten:

Innerhalb von Metzlers Aktienstrategieteam sorgt eine Matrixorganisation für klare Verantwortlichkeiten, kurze Kommunikationswege und Transparenz zwischen den Produkten. Zum einen ist jeder Portfoliomanager als Sektorspezialist verantwortlich für die Analyse eines Sektors oder mehrerer Sektoren sowie der dazu passenden Einzeltitel. Darüber hinaus fungiert für jede Anlagestrategie ein Senior-Portfoliomanager als Produktverantwortlicher: Er greift auf das Know-how der Sektorspezialisten zurück und trägt letztlich die Verantwortung für alle Kauf- und Verkaufsentscheidungen im jeweiligen Fonds.

Die Arbeit von Metzlers Growth-Team folgt der Maxime, dass sich Erfolg durch aktives Handeln einstellt. Diese fußt auf der langjährigen Erfahrung, dass das Ganze mehr ist als die Summe aller Teile: Die jeweilige Kompetenz und Erfahrung der einzelnen Fondsmanager potenzieren sich durch die eng verzahnte Zusammenarbeit der Experten.

Investmentchancen im Segment Global Equity

In einem Umfeld, das voraussichtlich – insbesondere aufgrund der hohen Verschuldung von Staaten und Privathaushalten – weltweit von strukturell niedrigerem Wirtschaftswachstum als in den vergangenen Jahren geprägt sein dürfte, ist es die größte Herausforderung für eine auch langfristig erfolgreiche Aktienselektion, Unternehmen mit einem nachhaltigen Ertragssteigerungspotenzial zu identifizieren.

Die Unternehmensgewinne wurden in den vergangenen drei Dekaden stark durch Sonderfaktoren begünstigt, die sich kaum wiederholen werden. So reduzierte der fallende Zinstrend kontinuierlich die Zinslast der Unternehmen. Noch 1984 lag beispielsweise der durchschnittliche Zinssatz für US-Investmentgrade-Unternehmensanleihen bei über 14 %, während er in diesem Jahr auf unter 3 % fiel. Darüber hinaus profitierten die Unternehmen weltweit von kontinuierlich zurückgehenden Unternehmenssteuern. Der durchschnittliche Unternehmenssteuersatz halbierte sich im OECD-Raum von knapp 50 % zu Beginn der 1980er-Jahre auf zuletzt 25 % im Jahr 2012. Auch wuchs die Weltwirtschaft in diesem Zeitraum dynamisch, was in den nächsten Jahren weniger wahrscheinlich ist. Auch in einem sogenannten „Low Growth Environment“ besteht durchaus ein nennenswertes Risiko, dass die Zinsen und Unternehmenssteuern wieder einmal steigen könnten.

Unternehmen, die in diesem Umfeld noch ein überdurchschnittliches organisches Wachstum erzielen können, dürften zunehmend an Attraktivität für die Anleger gewinnen und eine steigende Bewertungsprämie erhalten – umso mehr, als Large- und Mega-Cap-Titel derzeit im historischen Vergleich günstig bewertet und Wachstumsaktien nur mit einem niedrigen Aufschlag zum Gesamtmarkt gehandelt werden. Vor diesem Hintergrund sollten global diversifizierte Wachstumswerte eine dominante Rolle in jedem Aktienportfolio einnehmen.

Asset Allocation (Datum 30.04.2013)	Fonds (%)	Benchmark (%)	Differenz
Aktien	99,48		
Cash	0,52		
Gesamt	100		

Top 10 Holdings (Datum: 30.04.2013)	%
NOVARTIS AG NA	2,44
SAP AG ST.	2,39
L'OREAL S.A.	2,39
SVENSKA CELL.B FRIA SK10	2,26
SCHNEIDER ELECTRIC S.A.	2,25
E.I. DU PONT D. NEMOURS	2,25
MASTERCARD INC.A	2,20
GOOGLE INC. A DL 0.001	2,15
TOYOTA MOTOR CORP. O.N.	2,11
TJX COMPANIES INC.	2,10
Anteil Top 10 insgesamt	22,53
Anzahl der Positionen insgesamt	65

Marktrisiko (Datum: 30.04.2013)	Fonds (%)	Benchmark (%)	Differenz
USA	48,78		
Frankreich	8,75		
Schweiz	8,09		
Großbritannien	7,23		
Bundesrepublik Deutschland	6,17		
Schweden	6,15		
Japan	3,23		
Kanada	2,77		
Dänemark	1,88		
Irland	1,59		
Sonstiges	5,36		
Insgesamt	100		

Sektor (Datum: 30.04.2013)	Fonds (%)	Benchmark (%)	Differenz
Information Technology	17,66		
Consumer Discretionary	17,67		
Consumer Staples	14,70		
Materials	12,03		
Industrials	11,37		
Health Care	10,15		
Financials	9,66		
Energy	6,24		

Währungsengagement (Datum: 30.04.2013)	%
USD	51,42
EUR	18,05
CHF	8,80
GBP	7,63
SEK	6,20
JPY	3,25
CAD	2,77
DKK	1,88
Insgesamt	100

Metzler International Growth – TQR Ergebnisse

Ergebnis

Der Fonds Metzler International Growth erzielte im TELOS-Quant Rating über 3 Jahre eine Wertung von 5 Diamanten. Weiterhin erzielte der Fonds über 5 Jahre eine Wertung von 5 Diamanten.





Erläuterung zum Rating

Die Bewertungsskala beim Telos Quant Rating reicht von 5 Diamanten (beste) bis 1 Diamanten (schlechteste). Dabei entsprechen 5 Sterne dem Quantil 80-100 (besten 20%), 4 Sterne dem Quantil 60-80, 3 Sterne dem Quantil 40-60 (Mitte), 2 Sterne dem Quantil 20-40, und 1 Stern dem Quantil 0-20 (schlechteste).

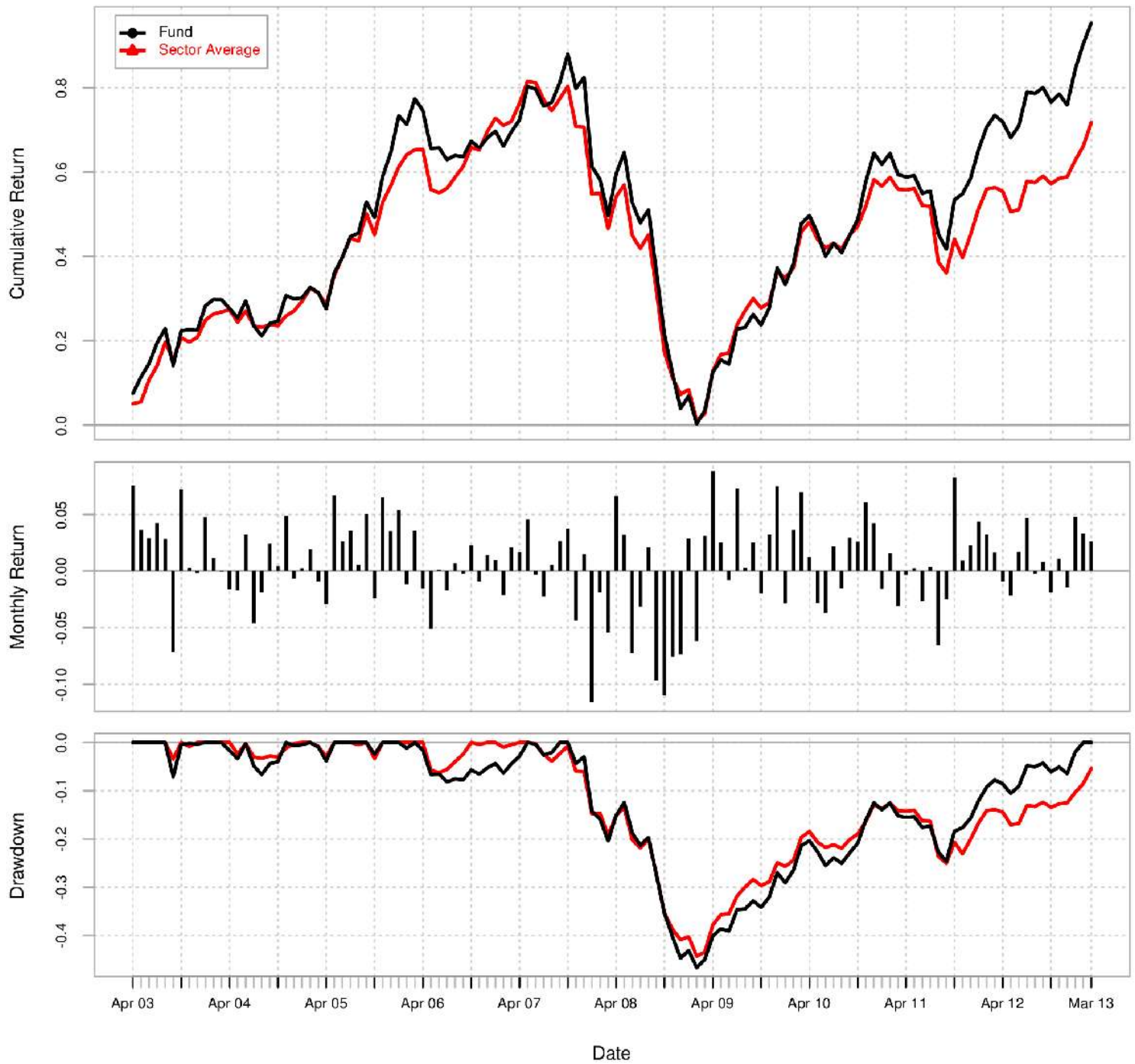
Das Quant Rating wird rein auf Grundlage der Performance Historie gegenüber der Peergroup bestimmt. Neben monatlichen, vierteljährlichen und jährlichen Renditen finden ebenfalls die Outperformance Wahrscheinlichkeit gegenüber dem Sektordurchschnitt, risikoadjustierte Performancemaße sowie diverse Risikomaße/ Information Ratio Eingang in die Analyse.

Metzler International Growth

ISIN.Code	IE0003723560
Launch.Date	1992-01-02
Fund.Size.m.	33.5
Fund.Size.Date	2013-02-28
Initial.Charge	5
Annual.Charge	1.8
Yield	
Sector	GM Equity - Global
Fund.Type	Other Offshore Funds
Asset.Class	Equity
TER	1.92
Fund.Benchmark	MSCI Global Growth Net
Fund.Manager	Heiko Veit, Randolph Salzsieder
Fund.Manager.Since	2006-01-01
Start.of.data	2001-08-02
diamonds.3Y	
diamonds.5Y	

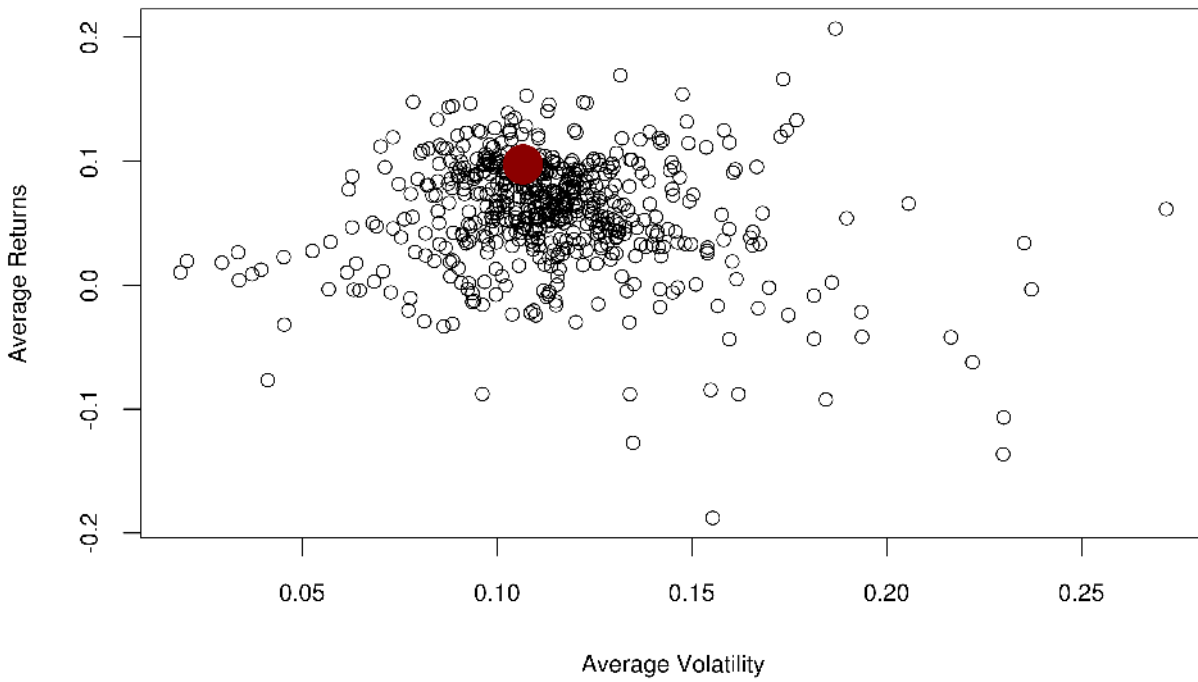
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Jan	-11.60	2.84	-2.86	-1.59	4.37	4.76
Feb	-1.89	-6.17	3.62	1.59	3.20	3.30
Mar	-5.41	3.13	6.98	-3.05	1.65	2.61
Apr	6.63	8.82	1.27	-0.35	-0.89	
May	3.17	2.54	-2.81	0.21	-2.18	
Jun	-7.22	-0.81	-3.73	-2.65	1.67	
Jul	-3.13	7.28	2.17	0.33	4.68	
Aug	2.06	0.27	-1.54	-6.53	-0.21	
Sep	-9.67	2.51	2.92	-2.48	0.79	
Oct	-10.98	-1.97	2.58	8.26	-1.90	
Nov	-7.56	3.21	6.04	0.95	1.09	
Dec	-7.38	7.48	4.24	2.30	-1.44	
Fund	-43.01	32.06	19.77	-3.67	11.05	11.04
Sector Average	-37.09	27.04	16.01	-8.29	9.50	8.13

Fund Performance



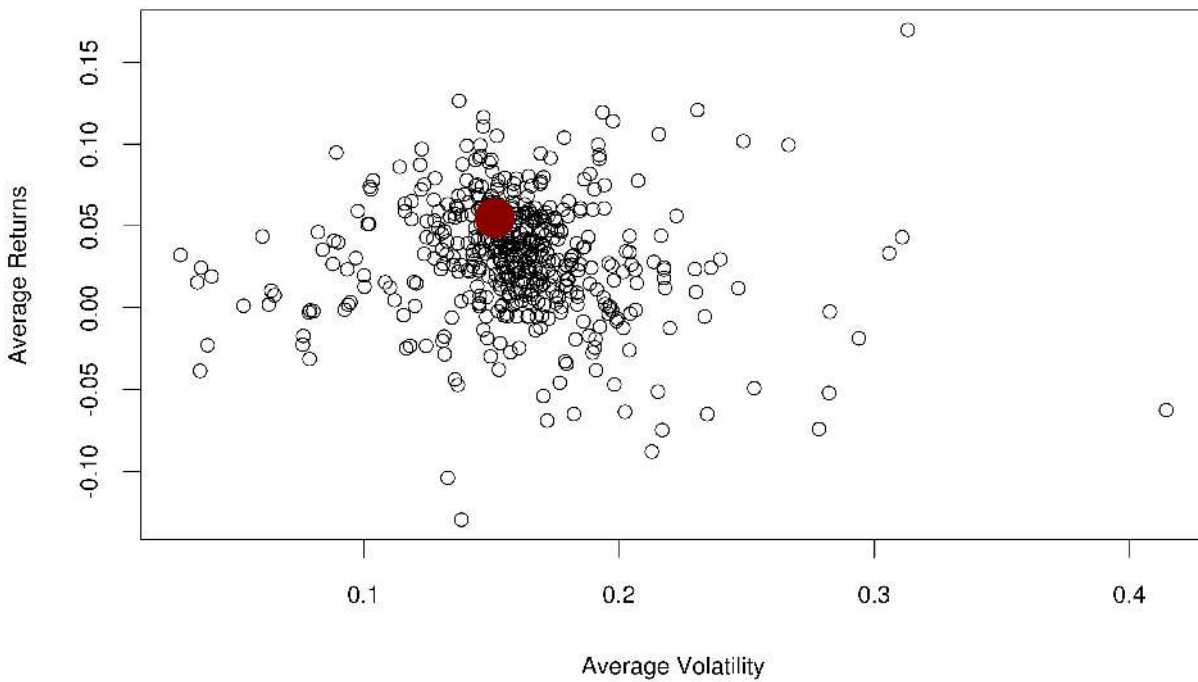
Performance Plot

Sector Comparison: 36 Months
Metzler International Growth



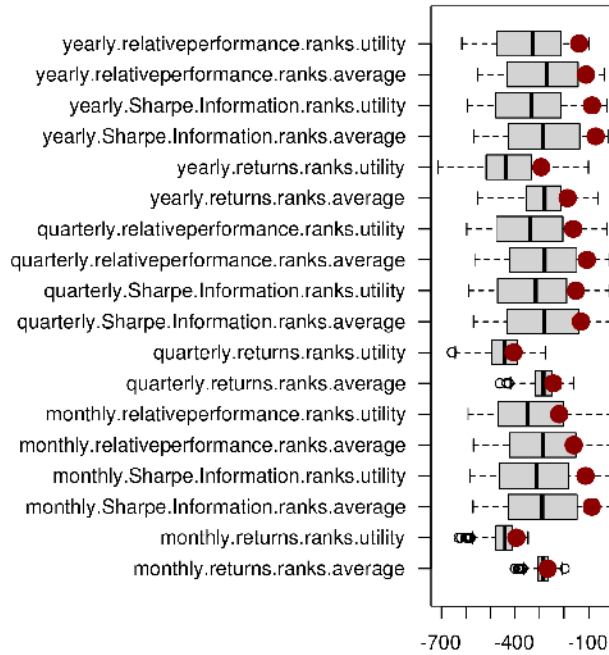
36 Monate Return-Risiko Sektorvergleich

Sector Comparison: 60 Months
Metzler International Growth



60 Monate Return-Risiko Sektorvergleich

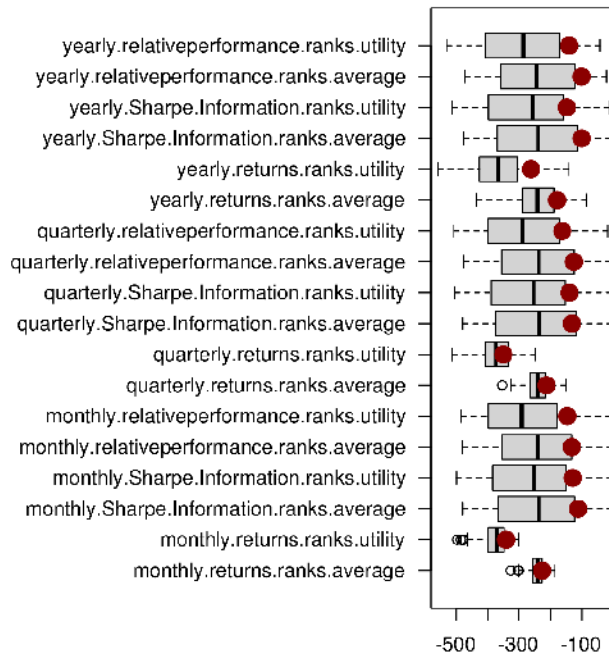
Metzler International Growth
Rank: 86 ; 3Y
(as per 2013-03-31)



573 in Total
 (Rank 1 signifies highest Number)

36 Monate Rating Drilldown

Metzler International Growth
Rank: 93 ; 5Y
(as per 2013-03-31)



481 in Total
 (Rank 1 signifies highest Number)

60 Monate Rating Drilldown

Robeco BP Global Premium Equities

ROBECO

The Investment Engineers

Ansprechpartner Retail



Ansprechpartner institutionelles Geschäft



Fondsmanager



Firma	Robeco Deutschland, Zweigniederlassung der Robeco Institutional Asset Management B.V.
Strasse, Nr.	Taunusanlage 17
PLZ	60325
Ort	Frankfurt am Main
Ansprechpartner - Retail	Kai Röhl
Telefon	06995908530
Fax	0699590850
E-Mail	k.w.roehl@robeco.de
Ansprechpartner - institutionelles Geschäft	Götz Feldmann
Telefon	06995908577
Fax	0699590850
E-Mail	g.feldmann@robeco.de
Fondsmanager	Christopher Hart
Telefon	
Fax	
E-Mail	
Web-Site	www.robeco.de

Der Fondsmanager und sein Fonds

Christopher Hart, CFA, ist Portfolio Manager für das globale Robeco Boston Partners Aktienprodukt. Vor seiner aktuellen Tätigkeit war Christopher bei uns als Research Analyst mit Spezialisierung auf die Sektoren Industriekonglomerate, Bau- & Ingenieurwesen, Baumaterialien, Maschinen, Luftfahrt & Verteidigung sowie Immobilieninvestmentfirmen tätig. Seine berufliche Karriere begann bei Fidelity Investments als Research Analyst. Er hat einen Abschluß in Unternehmensfinanzierung der Clemson University.

Mit einem Investment in den Robeco Boston Partners Global Premium Fonds erwirbt man einen globalen Value-Aktienfonds. Christopher hat die Erfahrung und Qualifikation, den bewährten Robeco Boston Partners Management Ansatz für US Werte (Track Record zurück bis 1995) um ein erfolgreiches globales Value Portfolio zu ergänzen. Dabei kann Chris flexibel sowohl in der Länder- als auch Sektorenpositionierung vorgehen. Basis ist aber immer die Einzel-Aktienauswahl (Stock Selection). Es werden keine übergeordneten makro-ökonomischen Positionen eingegangen.

Das besondere Know-how

Die Kernprinzipien von Robeco Boston Partners sind:

- (1) niedrig bewerte Aktien liefern eine bessere Performance als hoch bewertete Aktien,
- (2) Unternehmen mit starken Fundamentaldaten (hoher ROIC) liefern eine bessere Performance als Unternehmen mit schwachen Fundamentaldaten und
- (3) Aktien mit positivem Momentum liefern eine bessere Performance als Aktien mit negativem Momentum.

Anhand dieser 3 Faktoren (Value, Fundamentals und Momentum) wird das in Frage kommende Universum qualitativ analysiert. Als Vorstufe werden aus dem verfügbaren Universum aus ca. 12.000 Aktien weltweit quantitativ die wesentlichen Daten aggregiert und auf die 3 genannten Faktoren selektiert.

Der Erhalt des Kapitals spielt bei der Auswahl der Aktien die wesentliche Rolle. Ziel ist es, zu gewinnen indem man nicht verliert. In der Praxis bedeutet es, daß der Fonds in steigenden Märkten mithalten soll und bei fallenden Märkten besser abschneiden soll, als der Markt. Dazu wird das Portfolio entsprechend diversifiziert sein. Üblicherweise wird ein einzelner Wert nicht mehr als 5% des Fondsvolumens ausmachen. Das Portfolio setzt sich i.d.R. aus ca. 100 Werten zusammen. Historisch liegt die Schwellenländerquote bei unter 5%. Die Währungs-, Länder- und Regionentallokation wird ausschließlich von der Einzeltitelauswahl bestimmt.

Der Fonds wird explizit nicht länder- oder sektoreneutral sein. Ebenso gibt es kein Tracking Error Limit.

Investmentchancen im Segment Global Equity

Robeco Boston Partners hat über alle Strategien ihre jeweiligen Referenzmärkte seit Auflage der Strategie übertroffen. Die positiven Ergebnisse sind nachweisbar sowohl für unterschiedliche Sektoren als auch seit 2008 für unterschiedliche Länder.[1] Je grösser die Auswahl an unterschiedlichen Investmentopportunitäten, desto besser lässt sich das aktive Management von Robeco Boston Partners umsetzen. Die global extrem unterschiedlichen Entwicklungen bieten sich damit an, eine aktive Aktienauswahl vorzunehmen.

[1] Die entsprechenden Unterlagen stehen Ihnen auf Nachfrage gerne zur Verfügung (Tel. 069-9590858).

Asset Allocation (Datum 30.04.2013)	Fonds (%)	Benchmark (%)	Differenz
Aktien	99,8	100	0,2
Cash	0,2	0	-0,2
Gesamt			

Top 10 Holdings (Datum: 30.04.2013)	%
CVS Caremark Corp	2,61
McKesson Corp	2,57
Royal Dutch Shell PLC	2,22
Daily Mail & General Trust PLC	1,98
Graphic Packaging Holding Co	1,92
Roche Holding AG	1,88
Henkel AG & Co KGaA	1,77
AtoS	1,72
Towers Watson & Co	1,70
CareFusion Corp	1,67
Anteil Top 10 insgesamt	20,04
Anzahl der Positionen insgesamt	106

Marktrisiko (Datum: 30.04.2013)	Fonds (%)	Benchmark (%)	Differenz
Nordamerika	46,3	57,5	11,2
Europa	33	26,9	6,1
Fernost	18,2	15,4	2,8
Andere Länder	2,3	0	2,3
Cash	0,2	0	0,2
Sonstiges			
Insgesamt			

Sektor (Datum: 30.04.2013)	Fonds (%)	Benchmark (%)	Differenz
Finanzwesen	18,3	20,9	-2,6
Gesundheitswesen	16,6	11,2	5,4
Nicht-Basiskonsumgüter	15,1	11,4	3,7
Industrie	14,8	10,8	4
IT	10,2	11,5	-1,3
Energie	8,8	9,8	-1
Roh-, Hilfs- & Betriebsstoffe	7,5	6	1,5
Basiskonsumgüter	4,8	11	-6,2
Telekommunikationsdienste	1,7	3,9	-2,2

Währungsengagement (Datum: 30.04.2013) %	
USD	46,1
EUR	16
GBP	14,1
Yen	9,4
CHF	5,1
HKD	3,6
Won	2,3
Rupiah	1,2
Bath	1,2
SGD	0,5
Sonstiges	0,5
Insgesamt	

Robeco BP Global Premium Equities – TQR Ergebnisse

Ergebnis

Der Fonds Robeco BP Global Premium Equities erzielte im TELOS-Quant Rating über 3 Jahre eine Wertung von 5 Diamanten. Weiterhin erzielte der Fonds über 5 Jahre eine Wertung von 5 Diamanten.





Erläuterung zum Rating

Die Bewertungsskala beim Telos Quant Rating reicht von 5 Diamanten (beste) bis 1 Diamanten (schlechteste). Dabei entsprechen 5 Sterne dem Quantil 80-100 (besten 20%), 4 Sterne dem Quantil 60-80, 3 Sterne dem Quantil 40-60 (Mitte), 2 Sterne dem Quantil 20-40, und 1 Stern dem Quantil 0-20 (schlechteste).

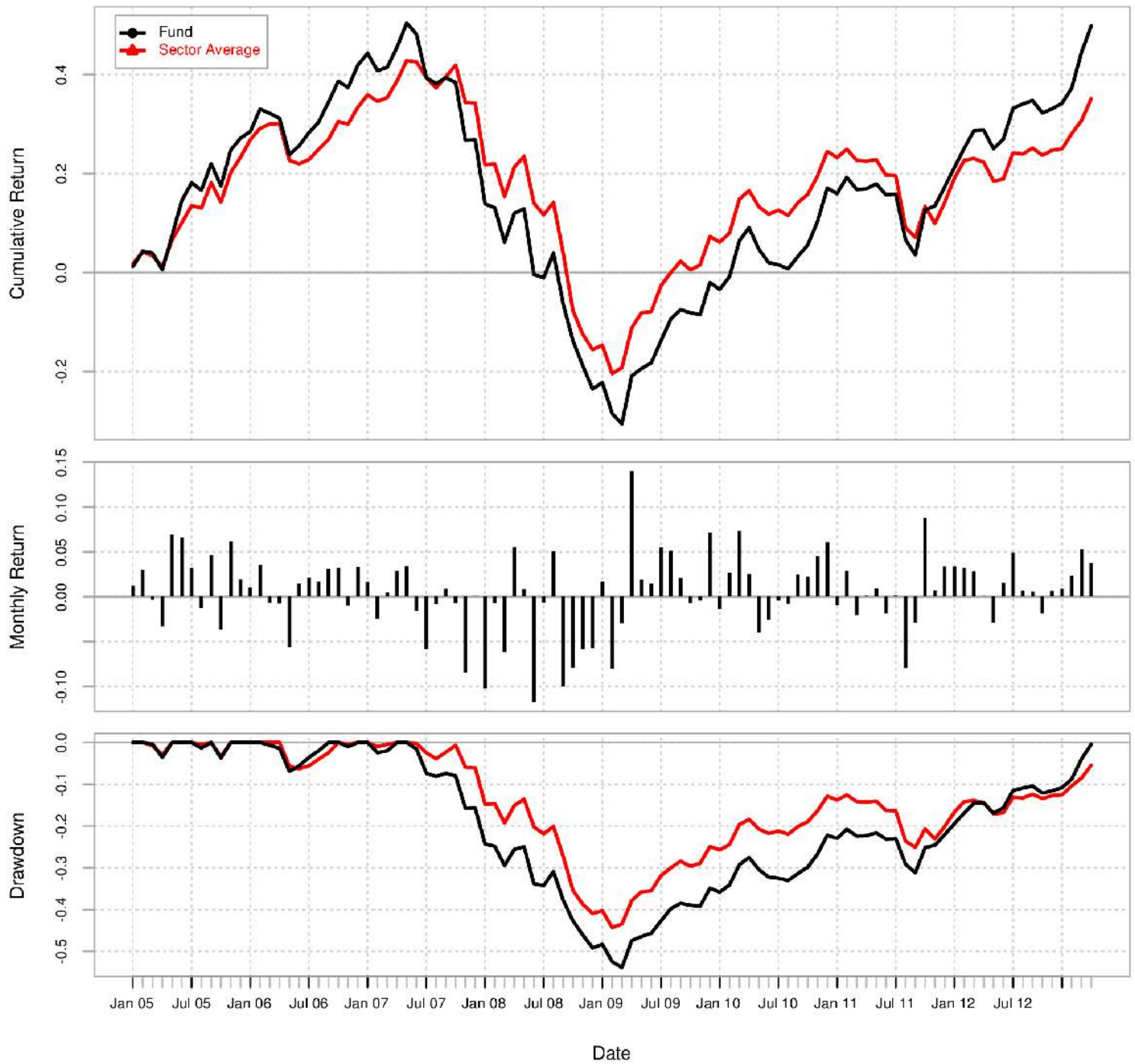
Das Quant Rating wird rein auf Grundlage der Performance Historie gegenüber der Peergroup bestimmt. Neben monatlichen, vierteljährlichen und jährlichen Renditen finden ebenfalls die Outperformance Wahrscheinlichkeit gegenüber dem Sektordurchschnitt, risikoadjustierte Performancemaße sowie diverse Risikomaße/ Information Ratio Eingang in die Analyse.

Robeco BP Global Premium Equities

ISIN.Code	LU0203975437
Launch.Date	2004-12-13
Fund.Size.m.	45.2
Fund.Size.Date	2013-02-28
Initial.Charge	
Annual.Charge	1.25
Yield	
Sector	GM Equity - Global
Fund.Type	Offshore FSA
Asset.Class	Equity
TER	1.43
Fund.Benchmark	MSCI World Value NR
Fund.Manager	Christopher Hart
Fund.Manager.Since	2008-07-15
Start.of.data	2004-12-13
diamonds.3Y	
diamonds.5Y	

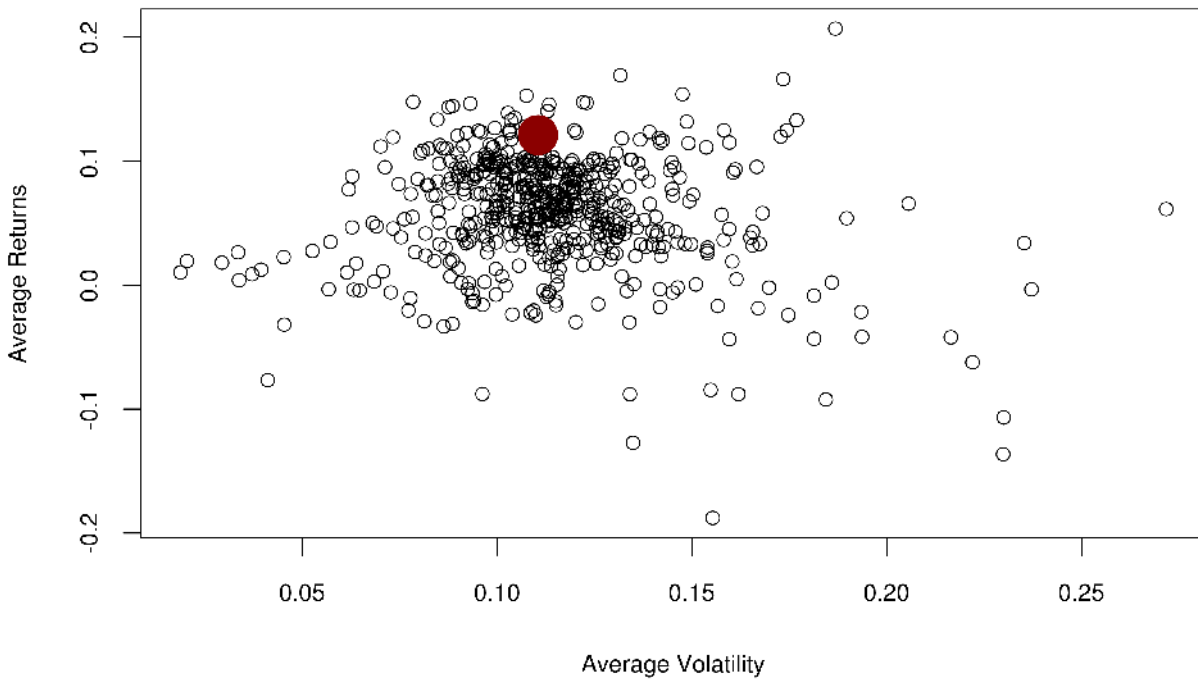
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Jan	-10.20	1.67	-1.42	-0.93	3.36	2.27
Feb	-0.71	-8.02	2.66	2.85	3.21	5.28
Mar	-6.15	-2.94	7.28	-2.06	2.81	3.70
Apr	5.52	13.97	2.52	0.09	0.07	
May	0.81	1.85	-3.96	0.88	-2.86	
Jun	-11.76	1.46	-2.59	-1.88	1.52	
Jul	-0.65	5.44	-0.44	0.13	4.92	
Aug	5.07	5.10	-0.78	-7.95	0.66	
Sep	-9.96	2.08	2.48	-2.89	0.52	
Oct	-7.91	-0.67	2.22	8.76	-1.88	
Nov	-5.86	-0.44	4.51	0.72	0.64	
Dec	-5.75	7.11	6.08	3.36	0.85	
Fund	-39.69	28.10	19.44	0.20	14.44	11.66
Sector Average	-37.09	27.04	16.01	-8.29	9.50	8.13

Fund Performance



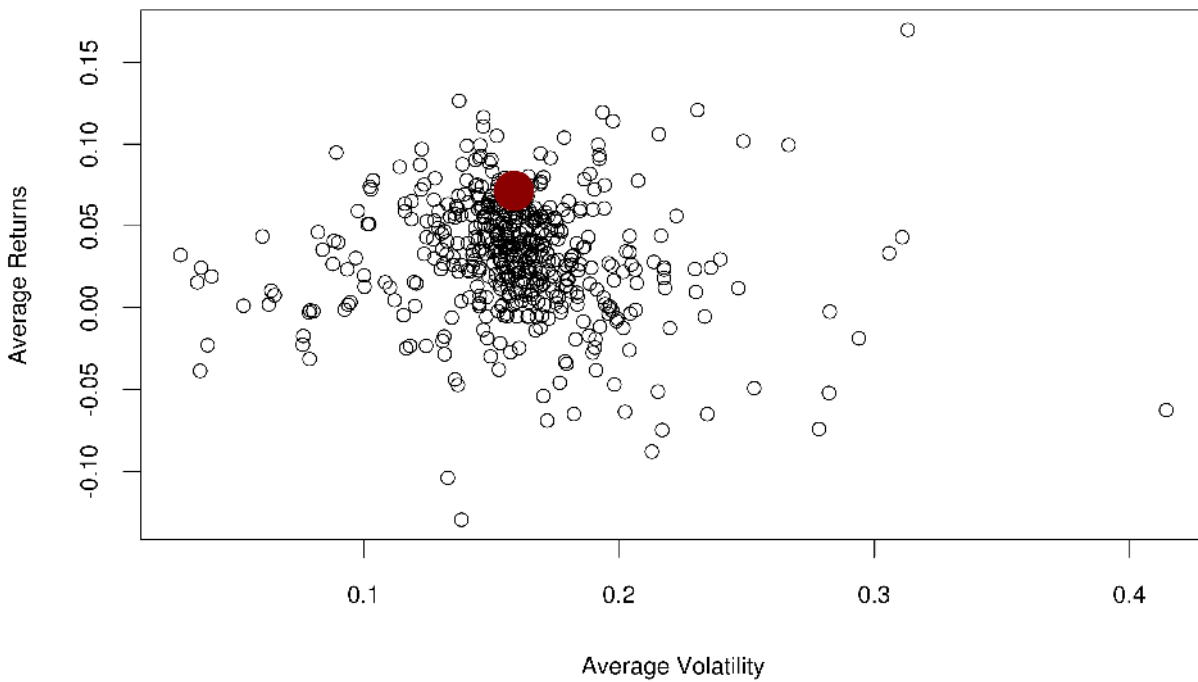
Performance Plot

Sector Comparison: 36 Months
Robeco BP Global Premium Equities



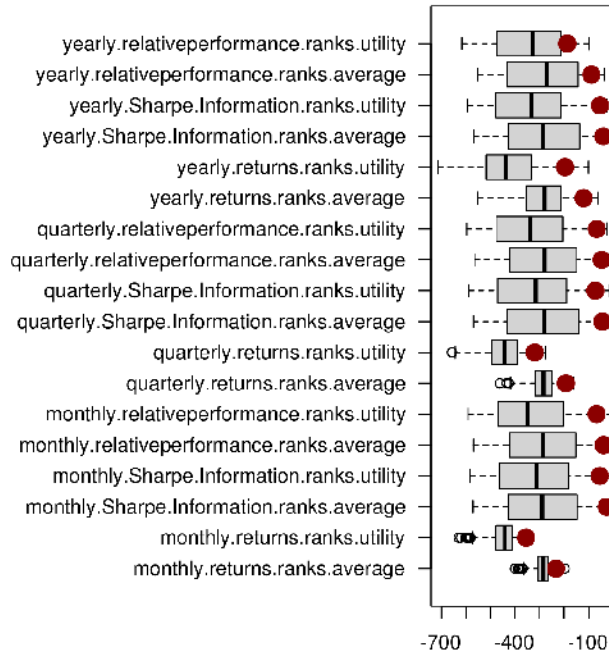
36 Monate Return-Risiko Sektorvergleich

Sector Comparison: 60 Months
Robeco BP Global Premium Equities



60 Monate Return-Risiko Sektorvergleich

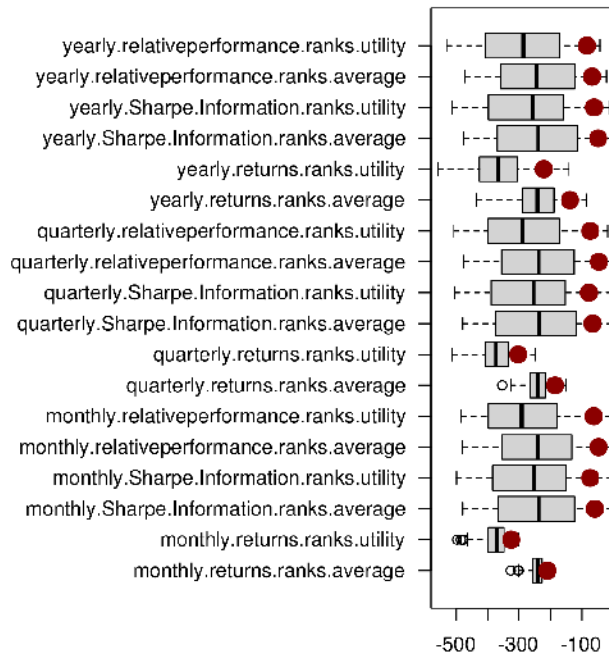
Robeco BP Global Premium Equities
Rank: 11 ; 3Y
(as per 2013-03-31)



573 in Total
 (Rank 1 signifies highest Number)

36 Monate Rating Drilldown

Robeco BP Global Premium Equities
Rank: 20 ; 5Y
(as per 2013-03-31)



481 in Total
 (Rank 1 signifies highest Number)

60 Monate Rating Drilldown

Stadtsparkasse Düsseldorf TOP Chance Gross TR



Ansprechpartner Sales



Ansprechpartner institutionelles Geschäft



Fondsmanager



Firma	Stadtsparkasse Düsseldorf
Strasse, Nr.	Berliner Allee 33
PLZ	40212
Ort	Düsseldorf
Ansprechpartner - Retail	Thorsten Gertkämper
Telefon	00492118781771
Fax	0049211878991771
E-Mail	thorsten.gertkaemper@sskduesseldorf.de
Ansprechpartner - institutionelles Geschäft	Gunnar Marschke
Telefon	00492118781774
Fax	0049211878991774
E-Mail	gunnar.marschke@sskduesseldorf.de
Fondsmanager	Anja Felkel
Telefon	00492118783119
Fax	0049211878993119
E-Mail	anja.felkel@sskduesseldorf.de
Web-Site	www.sskduesseldorf.de

Der Fondsmanager und sein Fonds

Das Fondsmanagement:

Anja Felkel trägt als Leiterin des Teams Portfoliomanagement der Abteilung Kapitalmarkt der SSK Düsseldorf die Gesamtverantwortung und fungiert als Ansprechpartner für das Management des "SSKD TOP Chance Fonds". Frau Felkel ist seit dem Jahre 2004 im Asset Management der SSK Düsseldorf tätig und weist langjährige Investorenerfahrung von über 10 Jahren auf. Sie ist ausgebildete Analystin (CEFA/CIIA) und hat sich auf die Bereiche Aktienmanagement, Exchange Traded Funds (ETF 's) und Creditmanagement spezialisiert. Weitere Mitglieder des Portfoliomanagementteams bilden Herr Dirk Oesterreich und Herr Roland Kirchhoff. Diese verfügen über langjährige Expertise in den Bereichen Zertifikate/Derivate und Rentenmanagement und weisen jeweils eine Investorenerfahrung von über 20 Jahren auf. Jedes Mitglied des Teams stellt sein besonderes Know-How auf dem jeweiligen Fachgebiet zur Verfügung und trägt zu einem dynamischen und effizienten Fondsmanagement bei.

Die Verantwortung für die Investmententscheidung liegt im Investmentkomitee, welches sich aus dem Portfoliomanagement und den führenden Mitgliedern des Asset Management der SSK Düsseldorf unter Leitung von Herrn Gregor Höll zusammensetzt. Alle Entscheidungen werden im Team abgestimmt, wobei jedes Mitglied gleich gestellt ist (personen-neutrale Handlungsfähigkeit). Jedem Mitglied sind über seine fachliche Expertise spezielle Zuständigkeiten (z.B. Analysefelder) zugeordnet.

Die Investmentstrategie:

Der Fonds "Stadtsparkasse Düsseldorf Top Chance" investiert in aussichtsreiche Anlagen am Kapitalmarkt. Bei der Auswahl der richtigen Investitionen greift er auf ein globales Anlageuniversum zurück. In Zeiten sich schnell verändernder Marktbedingungen ist es von entscheidender Bedeutung, schnell und flexibel zu agieren.

Der Fonds wurde im März 2008 aufgelegt und konnte sich somit bereits während der Finanzkrise bewähren. Durch ein aktives Management, kurze Entscheidungswege und eine schnelle Handlungsfähigkeit konnten im Krisenjahr größere Verluste vermieden werden. Die Nutzung von liquiden und kostengünstigen Anlageinstrumenten (ETF) ermöglicht eine sehr breite Aufstellung (Diversifikation) in aussichtsreichen Märkten und Anlageklassen. Hierbei bedient sich das Management

bei der Auswahl der Anlagemöglichkeiten einer Kombination aussichtsreicher Investmentstile und -ansätze. Es werden zum Einen sowohl Marktkapitalisierungen wie auch BIP-Gewichtungen der einzelnen Regionen bei der Betrachtung von Entwicklungsschritten berücksichtigt. Auf der anderen Seite werden fundamentale und technische Modelle in den Entscheidungsprozess einbezogen.

Das Vertrauen der Sparkasse Düsseldorf in die Expertise des Fondsmanagements wird durch die langfristige Anlage eigenen Geldes im SSKD TOP Chance zum Ausdruck gebracht. Die Interessenidentität mit den Kunden ist für die Sparkasse Düsseldorf ein wichtiger Faktor für eine langjährige und vertrauensvolle Kundenbetreuung und soll die Bindung zwischen Kunden und Sparkasse weiter stärken

Das besondere Know-how

Der "Sparkasse Düsseldorf Top Chance Fonds" nutzt ein globales Anlageuniversum, um für den Investor eine attraktive Kapitalrendite zu erzielen. Der benchmarkfreie Ansatz ermöglicht es, in Zeiten sich schnell ändernder Marktbedingungen und -erwartungen schnell und flexibel zu reagieren. Der Fonds wurde 2008 aufgelegt und konnte sich so in Zeiten der Finanzkrise bereits bewähren. Das Konzept kurzer Entscheidungswege und eigener Analyse durch die Entscheidungsträger hat sich somit direkt zu Beginn des Fonds bezahlt gemacht. Durch die schnelle und flexible Anpassung der Quoten ohne Berücksichtigung einer Benchmark konnten größere Verluste in den Krisenjahren vermieden werden.

Die flachen Hierarchieebenen innerhalb des Asset Management ermöglichen hierbei eine schnelle Reaktion auf die Marktgegebenheiten. Das Entscheidungsgremium (Investmentkomitee) kann aufgrund seiner räumlichen und fachlichen Nähe unverzüglich auf geänderte Marktbedingungen reagieren. Hierbei bringen die einzelnen Mitglieder ihre fachliche Expertise innerhalb der definierten Zuständigkeiten ein. Neben der fundamentalen und technischen Analyse umfassen diese die Auswertung konjunktureller Entwicklungen sowie die politischen und regulatorischen Maßnahmen (z. B. Notenbankpolitik). Die jeweiligen Analysefelder werden innerhalb des Komitees besprochen, verdichtet und entsprechend der jeweiligen Bedeutung gewichtet in den Entscheidungsprozess eingebracht.

Eine weitere Stärke des Portfoliomanagement-Teams liegt in der Auswahl der geeigneten Anlageinstrumente. Der Fonds strebt an, die Allokation im Schwerpunkt mit kostengünstigen, passiven börsennotierten Indexfonds (ETF) abzubilden. Hierbei erfolgt die Auswahl für das geeignete Anlageinstrument durch die Analyse und Auswertung des bestehenden Produktangebotes innerhalb des Indexfonds-Universums. Neben den Kosten bestimmt insbesondere die Qualität den Auswahlprozess. Für diesen werden verschiedene Kriterien und Kennzahlen genutzt. Wichtige Kennzahlen stellen hierbei z. B. der Tracking Error, die Liquidität (u. a. Geld-Brief-Spannen), das Fondsvolumen und -alter dar. Weitere Faktoren, die bei der Auswahl herangezogen werden, stellen die Art der Indexabbildung (physisch / swap-basiert), die Nutzung von Wertpapierleihe etc. dar. Durch regelmäßige Gespräche mit den jeweiligen Anbietern und die Nutzung verschiedener Datentools können alle relevanten Informationen kurzfristig eingeholt, verdichtet und analysiert werden um auf dieser Datenbasis aufbauend den am besten geeigneten Indexfonds für die jeweilige Anlageklasse auszuwählen. Der regelmäßige Austausch mit den Emittenten (persönliche Treffen und Gespräche) ermöglicht einen zeitnahen Austausch aller relevanten Themen und einen tieferen Einblick in den Indexfondsbereich. So stellen wir sicher, frühzeitig über Änderungen informiert zu werden und Entwicklungen in der ETF-Landschaft zu antizipieren.

Investmentchancen im Segment Mixed Flexibe

Der "Sparkasse Düsseldorf Top Chance Fonds" investiert flexibel in die aussichtsreichsten Anlagen am Kapitalmarkt. Durch sein globales Anlageuniversum ist es möglich, weltweit die Chancen sowohl an den Aktien- wie auch an den Rentenmärkten zu nutzen (Anlageschwerpunkt). Weitere Anlagemöglichkeiten bestehen in der Investition in Rohstoffe, Währungen oder alternative Investments. Neben der Auswahl der chancenreichsten Anlageklasse liegt ein weiterer Fondsschwerpunkt auf der

Identifikation der richtigen Region / Land sowie der Branchenauswahl (Aktien) bzw. Rentenart (z. B. Staatsanleihe, Unternehmensanleihe).

Die flexible, globale Anlagemöglichkeit ist in Phasen sich sehr stark veränderter Marktbedingungen ideal. Hierdurch besteht die Möglichkeit, Trends zu antizipieren und an den weltweiten Verschiebungen der Anlagemärkte zu partizipieren. Als Multi Asset Fonds hat der Fonds zudem die Möglichkeit, aussichtsreiche Anlagen in verschiedenen Anlageklassen zu nutzen und gleichzeitig von Korrelationseffekten zu profitieren.

In Zeiten niedriger Zinsniveaus erweist sich zudem eine Mindestaktienquote von 40% (bis maximal 80%) als geeigneter Grundstock zur langfristigen Erzielung von positiven Kapitalrenditen.

Die Allokation mittels kostengünstiger, passiver börsennotierter Indexfonds (ETF) bietet mehrere Vorteile. Neben der Möglichkeit einer sehr breiten Streuung (Diversifikation) besteht zudem die Möglichkeit, bei geänderten Marktsituationen bzw. -erwartungen die Anlagequoten schnell, flexibel und kostengünstig anzupassen. Dies ist sowohl über einen Verkauf der Indexfonds bzw. durch eine Absicherung mittels Derivate (Futures, Optionen) möglich.

Asset Allocation (Datum 30.04.2013)	Fonds (%)	Benchmark (%)	Differenz
Aktien	59,9		
Renten	35,2		
Liquidität	4,9		
Gesamt	100		

Top 10 Holdings (Datum: 30.04.2013)	%
HSBC ETFs PLC - S&P 500 ETF Bearer Shares (Dt. Zert.) o.N.	10,6
ComStage ETF - iBOXX € Liquid Sov. Div. Overall TR Inhaber-Anteile I o.N.	6,2
iShares eb.rexx Jumbo Pfandbriefe (DE) Inhaber-Anteile	5,8
db x-trackers S&P 500 Inhaber-Anteile 1C USD o.N.	5,5
iShares Nikkei 225 (DE) Inhaber-Anteile	5,2
iShares Markit iBoxx Euro Corporate Bond Bearer Shares (Dt.Zert.) o.N.	5,0
iShares PLC - MSCI Emerging Markets Bearer Shares (Dt. Zert.) o.N.	4,9
Lyxor ETF MSCI AC Asia Ex Japan - D EUR Actions au Porteur C - EUR o.N	4,5
db x-trackers II-IBOXX € Sovereigns €-Zone TR-Index ETF Inhaber-Anteile 1C	3,8
iShares DJ EURO STOXX (DE) Inhaber-Anteile	3,4
Anteil Top 10 insgesamt	54,9
Anzahl der Positionen insgesamt	28

Marktrisiko (Datum: 30.04.2013)	Fonds (%)	Benchmark (%)	Differenz
Europa	46,32		
Nordamerika	19,73		
Emerging Marktes	19,27		
Japan	5,43		
Kasse	9,25		
Sonstiges			
Insgesamt	100		

Stadtsparkasse Düsseldorf TOP Chance Gross TR – TQR Ergebnisse

Ergebnis

Der Fonds Stadtsparkasse Düsseldorf TOP Chance Gross TR erzielte im TELOS-Quant Rating über 3 Jahre eine Wertung von 5 Diamanten. Weiterhin erzielte der Fonds über 5 Jahre eine Wertung von 5 Diamanten.





Erläuterung zum Rating

Die Bewertungsskala beim Telos Quant Rating reicht von 5 Diamanten (beste) bis 1 Diamanten (schlechteste). Dabei entsprechen 5 Sterne dem Quantil 80-100 (besten 20%), 4 Sterne dem Quantil 60-80, 3 Sterne dem Quantil 40-60 (Mitte), 2 Sterne dem Quantil 20-40, und 1 Stern dem Quantil 0-20 (schlechteste).

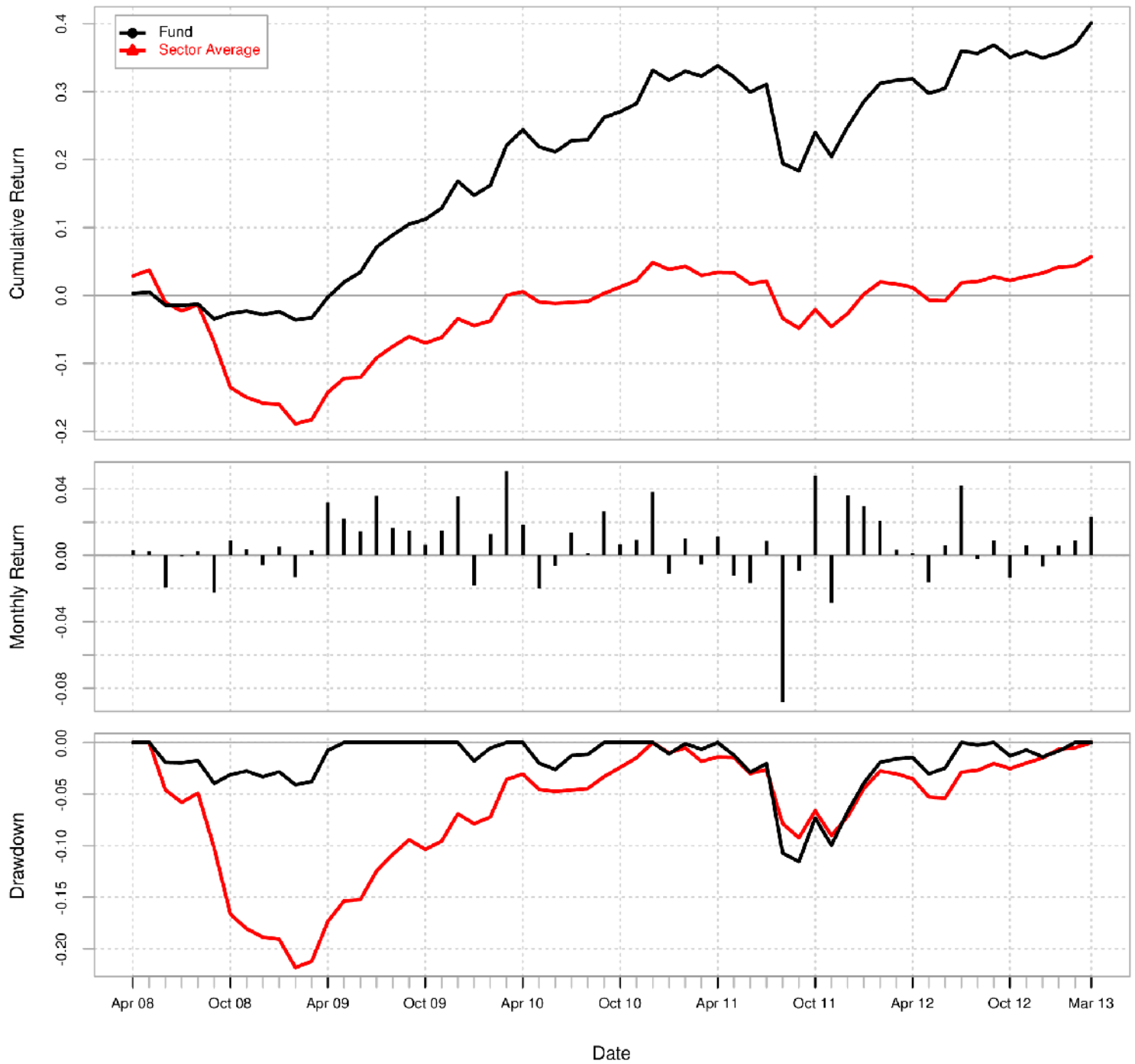
Das Quant Rating wird rein auf Grundlage der Performance Historie gegenüber der Peergroup bestimmt. Neben monatlichen, vierteljährlichen und jährlichen Renditen finden ebenfalls die Outperformance Wahrscheinlichkeit gegenüber dem Sektordurchschnitt, risikoadjustierte Performancemaße sowie diverse Risikomaße/ Information Ratio Eingang in die Analyse.

**Stadtsparkasse Düsseldorf TOP Chance Gross
TR**

ISIN.Code	DE000A0NBG34
Launch.Date	2008-03-25
Fund.Size.m.	15.9
Fund.Size.Date	2013-01-31
Initial.Charge	5
Annual.Charge	1.65
Yield	
Sector	GM Mixed Asset - Flexible
Fund.Type	Offshore Regulated
Asset.Class	Mixed Asset
TER	1.95
Fund.Benchmark	No Specified Index
Fund.Manager	
Fund.Manager.Since	NA
Start.of.data	2008-03-25
diamonds.3Y	
diamonds.5Y	

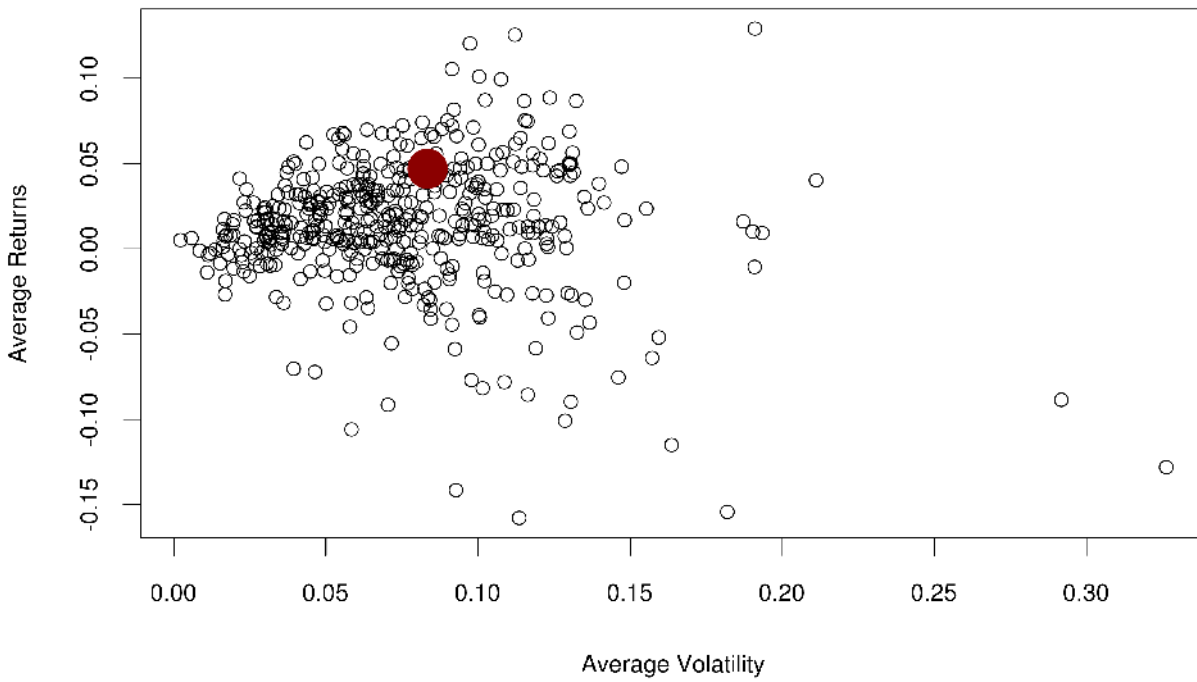
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Jan		0.51	-1.79	-1.09	2.97	0.58
Feb		-1.30	1.28	0.99	2.10	0.90
Mar		0.32	5.07	-0.53	0.34	2.31
Apr	0.29	3.16	1.86	1.14	0.14	
May	0.23	2.21	-2.00	-1.24	-1.61	
Jun	-1.92	1.44	-0.62	-1.67	0.58	
Jul	-0.05	3.59	1.37	0.88	4.19	
Aug	0.22	1.65	0.12	-8.86	-0.23	
Sep	-2.26	1.46	2.66	-0.94	0.89	
Oct	0.89	0.64	0.67	4.79	-1.31	
Nov	0.36	1.46	0.94	-2.85	0.59	
Dec	-0.58	3.54	3.82	3.62	-0.66	
Fund	-2.83	20.24	13.96	-6.24	8.11	3.82
Sector Average	-15.83	14.75	8.59	-7.17	6.11	2.33

Fund Performance



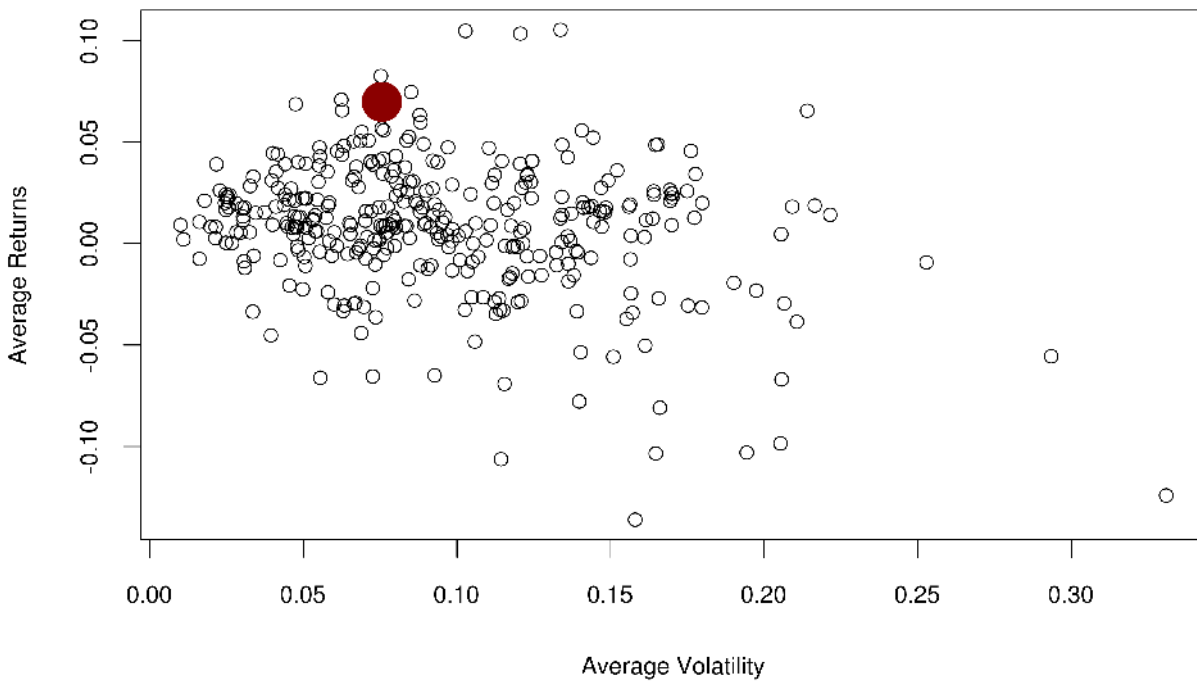
Performance Plot

Sector Comparison: 36 Months
Stadtsparkasse Düsseldorf TOP Chance Gross TR



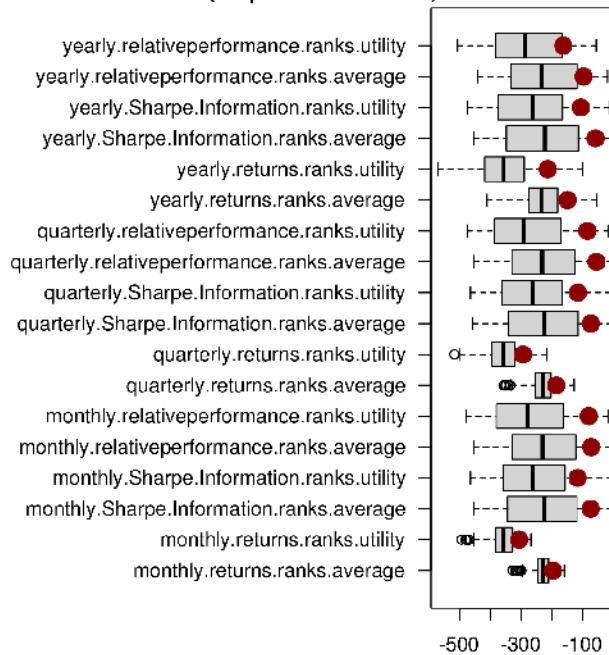
36 Monate Return-Risiko Sektorvergleich

Sector Comparison: 60 Months
Stadtsparkasse Düsseldorf TOP Chance Gross TR



60 Monate Return-Risiko Sektorvergleich

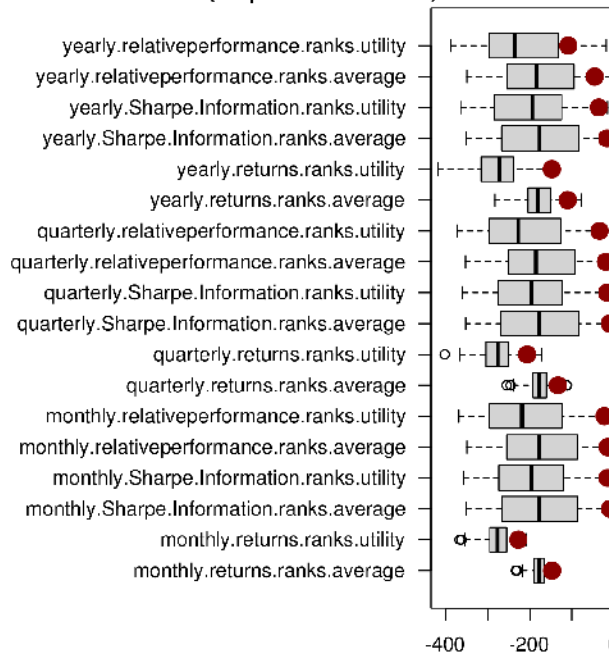
**Stadtsparkasse Düsseldorf TOP Chance Gross
TR
Rank: 38 ; 3Y
(as per 2013-03-31)**



459 in Total
(Rank 1 signifies highest Number)

36 Monate Rating Drilldown

**Stadtsparkasse Düsseldorf TOP Chance Gross
TR
Rank: 2 ; 5Y
(as per 2013-03-31)**



354 in Total
(Rank 1 signifies highest Number)

60 Monate Rating Drilldown

SSK Düsseldorf TOP Chance Fonds – TELOS Fondsrating (qualitativ)



Produktprofil

Name des Fonds	SSK Düsseldorf TOP Chance Fonds
ISIN	DE000A0NBG34
Anlageuniversum	Welt (Aktien-, Renten-, Rohstoffmärkte)
Benchmark	keine
Anlagewährung	EUR
Erträge	Ausschüttung
Auflegungsdatum	25/03/2008
Fondsvolumen (alle Anteilklassen)	EUR 17.18 m per 30/04/2013
Management Fee	1.65 % p.a.
TER	2.24 % p.a.
Fondsmanager	Anja Felkel, CEFA/CIIA
Gesellschaft	SGSS Deutschland Kapitalanlagegesellschaft mbH
Internet	www.sg-securities-services.com

Anlegerprofil

Anlagehorizont	mittel- bis langfristig (5-10 Jahre)
Risikoklasse	spekulativ
Renditeerwartung	überdurchschnittliche Kapitalrendite bei höheren Schwankungen
Verlusttoleranz	kurzfristige Verluste möglich

TELOS-Kommentar

Der *Stadtsparkasse Düsseldorf TOP Chance* ist ein aktiv gemanagter Mischfonds, der auf die Erzielung einer überdurchschnittlichen Kapitalrendite ausgerichtet ist. Der Fonds kann dabei erhöhten Wertschwankungen ausgesetzt sein und ist somit vielmehr für spekulative Anleger konzipiert. Das Portfoliomanagement investiert in Exchange Traded Funds (ETFs) auf globaler Ebene. Mithilfe dieser passiven Produkte kann in Aktien, Anleihen und Rohstoffe der ganzen Welt investiert werden. Die Aktienquote beläuft sich seit Jahresbeginn auf 40 bis 80 % (zuvor 50 bis 100 %).

Der Fonds wird gemeinsam von *Anja Felkel*, *Roland Kirchhoff* und *Dirk Oesterreich* gemanagt. Sie teilen sich die Verantwortlichkeiten für die Fondsfamilie „TOP Chance“, „TOP Return“ und „TOP Substanz“. Der dieser Bewertung zugrunde liegende Fonds enthält in signifikanter Höhe Seed-Money der *Stadtsparkasse Düsseldorf (SSKD)*. Dieses bleibt als langfristige Beteiligung im Fondsvermögen enthalten, wodurch Interessenidentität mit den übrigen Investoren gewährleistet wird.

Basis, Ausgangspunkt und wichtigste Quelle der Performancegenerierung ist die als Kernreputation des Hauses festgestellte strategische Asset Allocation, in der die richtige Einschätzung mittel- bis langfristiger Trends in verschiedenen Märkten erfolgen soll. Die Einzelfondsselektion spielt als Performancetreiber eine sekundäre Rolle. Das höchste Wertsteigerungspotential wird der Auswahl der richtigen Assetklassen zugesprochen.

Das Management legt die Gelder weltweit in Aktien-, Renten- und Rohstoffmärkten an. Die Korrelation zwischen den im Fonds enthaltenen Assets bzw. Assetklassen soll gering gehalten werden, wodurch auftretende Diversifikationseffekte zur Risikoreduktion genutzt werden sollen. Bei einem gleichzeitigen Fallen der Investitionsmärkte, z.B. durch exogene Schocks, würden nur schwer positive Erträge erzielbar sein. Der Schwerpunkt des Fonds liegt im Aktienbereich.

Bedeutendstes Gremium ist das wöchentlich tagende

Investmentkomitee (IK). Dieses bestimmt sowohl die strategische als auch die taktische Asset Allocation des Portfolios. Nach Bestimmung der Assetklassen und deren jeweiligen Gewichtung, erfolgt die Länder- und Branchen-selektion. Das Portfoliomanagement kann für die Attraktivitätsanalyse auf fundamentaler Ebene auf proprietäre Systeme der *Stadtsparkasse Düsseldorf* zurückgreifen. Die Modelle dienen den Mitgliedern des Investmentkomitees als Unterstützung.

Im Anschluss erfolgt die Auswahl der richtigen Investmentvehikel. Der Fonds strebt Investitionen in kostengünstige, passiv gemanagte und börsennotierte Indexfonds (ETFs) an. Neben Kostenaspekten ist die Qualität der Indexfonds von großer Bedeutung. Hierfür werden verschiedene Kriterien, wie Tracking Error, Liquidität, Fondsgröße/ -alter überprüft und relativ zu einander bewertet. Grundsätzlich bevorzugt das Fondsmanagement voll-replizierte Indexfonds. Zu geringerem Maße sind auch swap-basierte Indexfonds im Portfolio enthalten. Auf taktischer Ebene ist der Einsatz von derivativen Instrumenten möglich. Hierbei muss das Fondsmanagement die Vorteilhaftigkeit von Indexfonds bzw. Derivaten überprüfen.

Dabei werden klassische Longinvestments eingegangen. Zur Erzielung von Zusatzerträgen werden Optionsstrategien eingesetzt. Die Steuerung des Portfolios bei kurzfristigen Marktschwankungen wird in der taktischen Asset Allocation mittels Derivaten (i.d.R. liquider Futures) durchgeführt.

Lediglich in den Krisenjahren 2008 und 2011 konnte der Fonds keine positive Performance erreichen. Die annualisierte Performance über 5 Jahren liegt bei 6.95 % (Stand: per 30. April 2013). Die annualisierte Volatilität beläuft sich im gleichen Zeitraum auf 7.42 %. Das Sharpe-Ratio verläuft auf 5-Jahressicht im positiven Bereich.

Der *Stadtsparkasse Düsseldorf TOP Chance* erhält die Bewertung **AA+**.

Investmentprozess

Der *Stadtsparkasse Düsseldorf TOP Chance* wird von der *Stadtsparkasse Düsseldorf* gemanagt. Verantwortliche Portfoliomanager sind *Anja Felkel, Roland Kirchhoff und Dirk Oesterreich*. Die *SGSS Deutschland Kapitalanlagegesellschaft mbH* verwaltet den Fonds. Mit dem Produkt sollen überdurchschnittliche Renditen erwirtschaftet werden. Die maximale Gewichtung der Aktienquote beläuft sich auf 40 bis 80 %. Die *Stadtsparkasse Düsseldorf* verwendet für die Steuerung des Fonds keinen bestimmten Investmentstil, sondern bedient sich der jeweils adäquaten Ansätze (fundamental und/oder quantitativ). Die Analyseverfahren ist Top-down geprägt.

Die strategische Assetklassenauswahl und -gewichtung als maßgebliche Performancequelle und Kern der Investmentphilosophie wird vierteljährlich in einem sechsköpfigen Investmentkomitee (IK), dem auch das PM-Team angehört, unter der Leitung von *Gregor Höll* (Leiter Asset Management) überprüft und bei Bedarf angepasst. Alle Entscheidungen werden im Team abgestimmt, wobei jedes Mitglied eine Stimme hat (personen-neutrale Handlungsfähigkeit). Der aus volkswirtschaftlichen Betrachtungen heraus abgeleiteten Entscheidung der Positionierung in einzelne Assetklassen, schließt sich die Entscheidung der Länder-, Segment- oder Investmentstilpriorisierung an. Die Entscheidungen werden mindestens wöchentlich im IK überprüft. In diesen Sitzungen werden auch kontinuierlich neue Investmentideen und Markteinschätzungen besprochen. Die strategische Asset Allocation ist der erste von vier Schritten des Investmentprozesses.

In den wöchentlichen Meetings des IKs wird darüber hinaus die taktische Asset Allocation (2. Schritt) definiert. Die Portfoliomanager können hierbei innerhalb festgelegter Bandbreiten agieren. Die Einhaltung der strategischen Asset Allocation wird gewährleistet. Bei der Umset-

Qualitätsmanagement

Die Performancequalität sowie die Risikopotenzial/qualität des Fonds werden kontinuierlich überprüft. Neben dem Chance-/Risikoprofil und dem Down-Side-Risiko wird auch das Risikoverhalten in Szenarioanalysen getestet. Innerhalb des Portfoliomanagements werden Risikokennzahlen berechnet um einen Werterhalt bei den Mandaten

Team

Der *Stadtsparkasse Düsseldorf TOP Chance* wird gemeinschaftlich von *Anja Felkel, Roland Kirchhoff und Dirk Oesterreich* verantwortet. Frau *Felkel* ist Spezialistin in den Bereichen Aktien und Credits, während ihre beiden Kollegen Herr *Kirchhoff* und Herr *Oesterreich* ergänzende Kompetenzen in den Bereichen Rentenmanagement,

zung der taktischen Allokation werden Derivate, i.d.R. Futures verwendet, um durch Timingentscheidungen (technische Analyse) kurzfristigen Marktschwankungen entgegenzuwirken. Die Ziele der taktischen Asset Allocation sind die dynamische Portfoliosteuerung, insbesondere des Gesamtrisikos und die Erzielung von Zusatzerträgen.

Sämtliche Ergebnisse des Investmentkomitees werden im Rahmen von Sitzungsprotokollen festgehalten. Zusätzlich wird eine Kennzahlenbetrachtung der verschiedenen Branchen dargestellt. Diese Form der Dokumentation dient dem Portfoliomanagement als Orientierung für Handlungsaktivitäten zwischen den wöchentlichen Meetings des IK.

Von sekundärer Bedeutung ist als 3. Schritt die letztendliche Einzeltitelselektion, die in alleiniger Verantwortung des Portfoliomanagementteams liegt. Die Assetauswahl erfolgt für alle Anlageklassen durch eine Kombination von fundamentaler und technischer Betrachtung. Vor jeder Investition und während der Haltedauer wird die Risikostruktur jedes Assets für sich und im Portfoliokontext überprüft und überwacht. Im ergänzenden 4. Schritt werden Zusatzerträge z.B. durch den Einsatz von Optionsstrategien generiert. Grundsätzlich befinden sich 20 bis 30 ETFs im Portfolio.

Für interne Zwecke wird das Portfolio anhand eines proprietären Modells überprüft. Dieses dient ausschließlich als interne Orientierung für die Entwicklung des Portfolios. Der Fonds ist nicht benchmarkorientiert. Im gesamten Prozess bedient sich das Team technischer Unterstützung wie z.B. durch Analysetools für Scoringmodelle oder Portfolioanalysen durch Korrelationsberechnungen. Das Portfoliomanagement greift dabei sowohl auf proprietäre als auch standardisierte Lösungen zurück.

zu ermöglichen. Täglich liefert die KAG Risikokennzahlen, die dem Portfoliomanagement neben den eigenen ermittelten Indikatoren/Kennzahlen zur Kontrolle und Steuerung zur Verfügung stehen. Zusätzlich wurden weitere Stress-tests eingeführt.

strukturierte Produkte und Optionen vorweisen. Das Portfoliomanagement-Team ist geprägt durch langjährige und praktische Investmenterfahrung. Dieses wird im IK u.a. durch den Leiter Asset Management (*Gregor Höll*) und den Leiter Kapitalmarkt/PM (*Gunnar Marschke*) mit weiterer fachlicher Expertise ergänzt.

Investmentcharakteristik

Wichtige externe Einflussfaktoren	Wichtige Steuerungsgrößen
Aktienmarkt (Niveau)	Assetauswahl
Langfristige Zinsen (Niveau)	Assetgewichtung
Länderrisiko	Länderallokation
Credit Spreads	Laufzeitenallokation
Konjunktur	Branchengewichtung

Produktgeschichte

Monatliche Returns

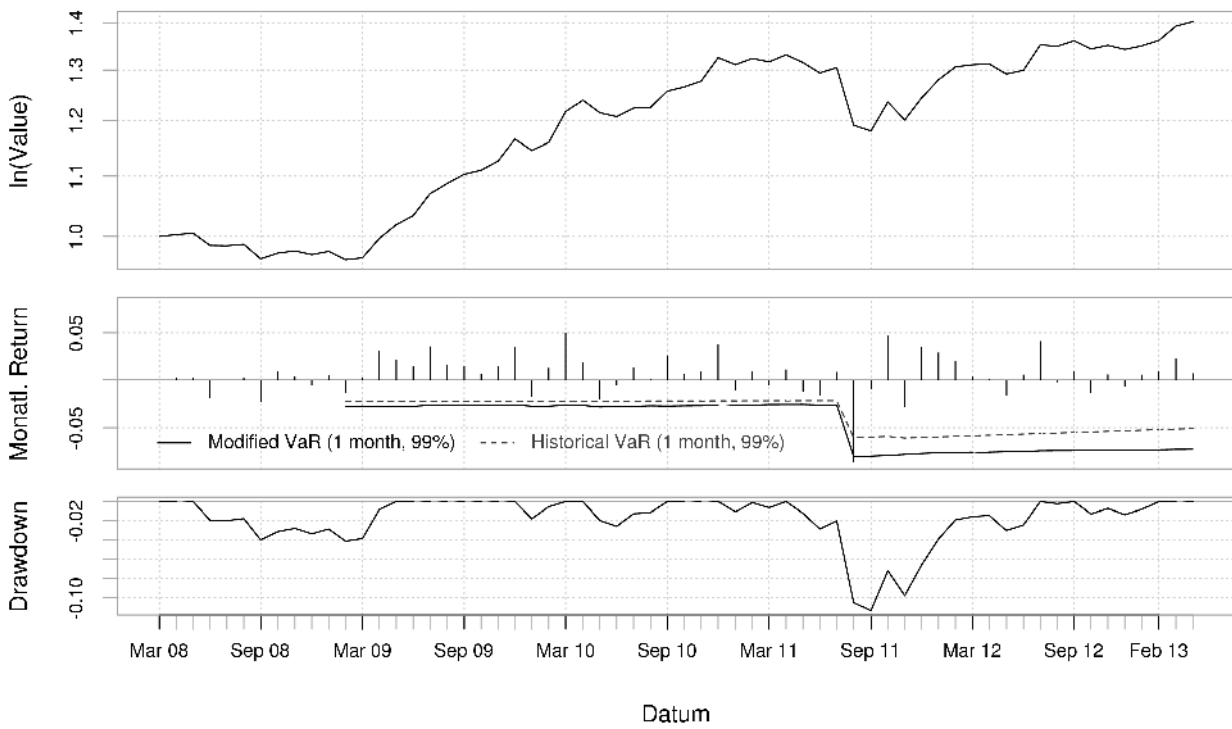
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Jan	-	0.5	-1.8	-1.1	2.9	0.6
Feb	-	-1.3	1.3	1.0	2.1	0.9
Mrz	-	0.3	5.0	-0.5	0.3	2.3
Apr	0.3	3.1	1.8	1.1	0.1	0.7
Mai	0.2	2.2	-2.0	-1.2	-1.6	-
Jun	-1.9	1.4	-0.6	-1.6	0.6	-
Jul	-0.1	3.6	1.3	0.9	4.1	-
Aug	0.2	1.6	0.1	-8.7	-0.2	-
Sep	-2.3	1.4	2.6	-0.9	0.9	-
Okt	0.9	0.6	0.7	4.7	-1.3	-
Nov	0.4	1.5	0.9	-2.8	0.6	-
Dez	-0.6	3.5	3.8	3.5	-0.7	-
Produkt	-2.8	20.0	13.7	-6.1	7.9	4.5

Statistik per Ende Apr 13	6 M	1 Jahr	2 Jahre	3 Jahre	5 Jahre
Performance (annualisiert)	9.03%	6.91%	2.66%	4.22%	6.95%
Volatilität (annualisiert)	3.22%	5.31%	9.26%	8.13%	7.42%
Sharpe-Ratio	2.37	1.04	0.10	0.26	0.58
bestes Monatsergebnis	2.26%	4.11%	4.69%	4.69%	4.97%
schlechtestes Monatsergebnis	-0.65%	-1.58%	-8.69%	-8.69%	-8.69%
Median der Monatsergebnisse	0.65%	0.58%	0.57%	0.58%	0.61%
bestes 12-Monatsergebnis		6.91%	15.31%	15.31%	25.91%
schlechtestes 12-Monatsergebnis		6.91%	-1.79%	-6.13%	-6.13%
Median der 12-Monatsergebnisse		6.91%	6.29%	4.29%	8.24%
längste Verlustphase	2	4	14	14	14
maximale Verlusthöhe	-0.65%	-1.58%	-11.34%	-11.34%	-11.34%

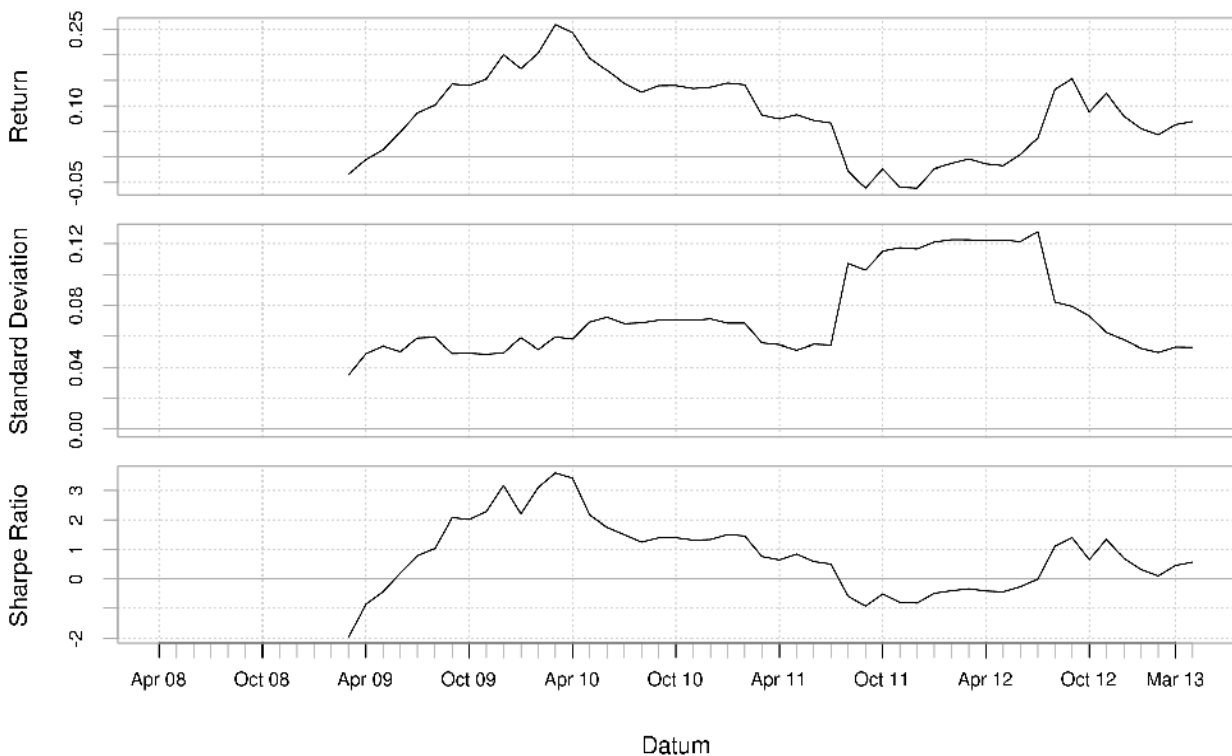
	Fonds vs. Benchmark (letzte 12 Monate)
Jensen Alpha	-
Jensen Alpha (annualisiert)	-
Beta	-
R-squared	-
Korrelation	-
Tracking Error	-
Active Premium	-
Information Ratio	-
Treynor Ratio	-

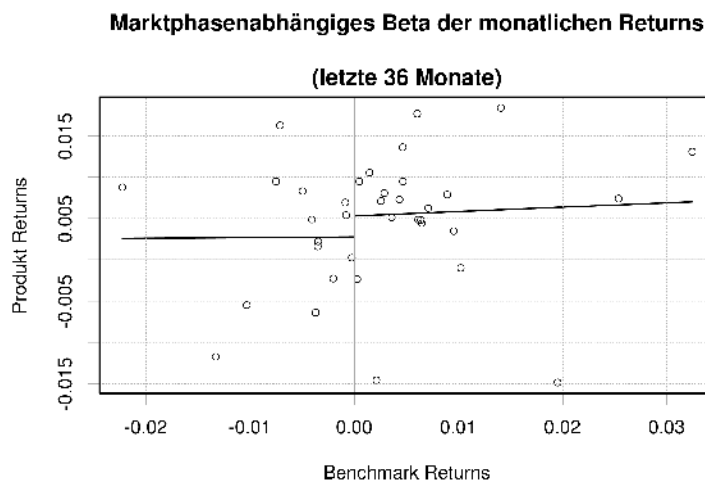
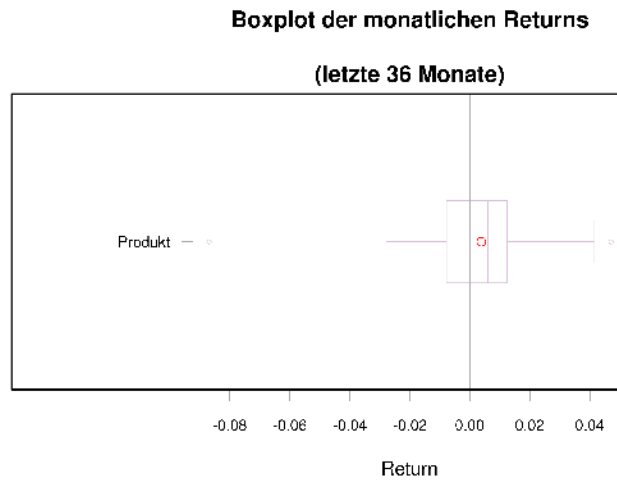
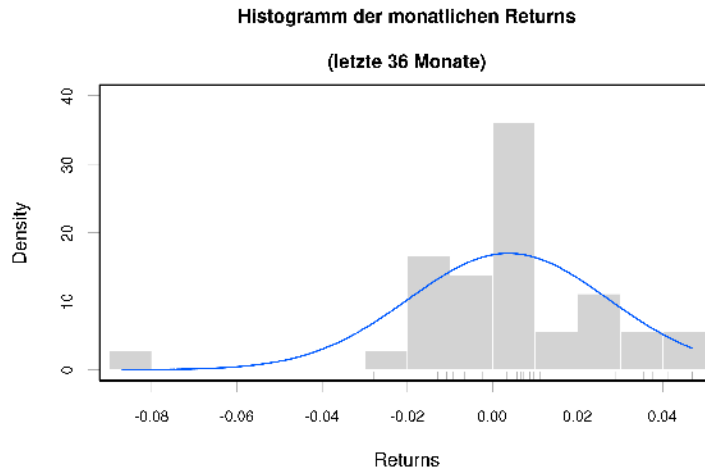
SSK Düsseldorf TOP Chance Fonds – TELOS Fondsrating (qualitativ)
Equity Global – Mixed Asset - Flexible

Performance



Rollierende 12-Monats- Performance





Erläuterungen

Das [Produktprofil](#) beinhaltet allgemeine Informationen zum Fonds, zur Gesellschaft sowie zum verantwortlichen Fondsmanager.

Das Anlegerprofil ermöglicht dem Investor einen schnellen Abgleich seiner Erwartungen mit der „offiziellen“ Einstufung des Produkts seitens der anbietenden Gesellschaft.

Der [TELOS-Kommentar](#) fasst die wesentlichen Erkenntnisse des Ratings zusammen und bildet damit eine wichtige Ergänzung zur Ratingnote. Die weiteren Abschnitte beinhalten deskriptive Informationen zum Investmentprozess, dem Qualitätsmanagement und dem verantwortlichen Team.

Die [Investmentcharakteristik](#) nennt die aus Sicht des Fondsmanagements wichtigsten externen Faktoren, welche die Wertentwicklung des Fonds beeinflussen, sowie die zentralen Größen für dessen Steuerung.

Die [Produktgeschichte](#) stellt die Entwicklung des Fonds im Vergleich zum Geldmarkt und gegebenenfalls zur Benchmark unter Performance- und Risikogesichtspunkten graphisch und tabellarisch dar, basierend jeweils auf den Werten zum Monatsende. Fonds- und Benchmarkdaten werden von der Fondsgesellschaft bereitgestellt.

Die [Performance](#) des Fonds wird auf Basis reinvestierter Preise berechnet: Ausschüttungen werden also rechnerisch umgehend in neue Fondsanteile investiert. Dadurch ist die Wertentwicklung ausschüttender und thesaurierender Fonds untereinander vergleichbar. Die Vorgehensweise entspricht der „BVI-Methode“. Orientiert sich das Fondsmanagement an einer Benchmark, so wird deren Entwicklung abgebildet, andernfalls wird in Abstimmung mit der Gesellschaft indikativ ein geeigneter Vergleichsindex herangezogen.

Das [Sharpe-Ratio](#) gibt Aufschluss über die „Mehrrendite“ des Fonds gegenüber einer risikolosen Geldanlage – hier repräsentiert durch den Geldmarkt – im Verhältnis zum eingegangenen Gesamtrisiko. Die hierbei verwendete Volatilität ist die annualisierte Standardabweichung der Monatsrenditen. Als Geldmarktrendite wird 3% p.a. angesetzt.

Der [Median](#) der Monatsergebnisse ist dadurch gekennzeichnet, dass jeweils die Hälfte aller im betrachteten Zeitraum aufgetretenen Monatsrenditen mindestens bzw. höchstens so groß wie dieser Wert ist. Infolgedessen ist diese Kennzahl unempfindlicher gegenüber „Ergebnisau-

Alle Rechte vorbehalten. Dieser Rating Report beruht auf Fakten und Informationen, deren Quellen wir für zuverlässig halten, ohne jedoch deren Richtigkeit und/oder Vollständigkeit garantieren zu können. TELOS GmbH übernimmt keine Haftung für Verluste oder Schäden aufgrund von fehlerhaften Angaben oder vorgenommenen Wertungen. Weder die dargestellten Kennzahlen noch die bisherige Wertentwicklung ermöglichen eine Prognose für die Zukunft. Es kann nicht zugesichert werden, dass die Ziele der Anlagepolitik tatsächlich erreicht werden. Ratings und Einschätzungen können sich ändern und sollten nicht alleinige Grundlage für Investmententscheidungen sein. Das Fondsrating stellt kein Angebot und keine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf dar. Die aktuelle Version dieses Reports finden Sie auf unserer [Webseite](#).

reißen“ als etwa der Mittelwert. In analoger Weise ist der Median der 12-Monatsergebnisse zu interpretieren. Die längste Verlustphase ist die Anzahl an Monaten, die der Fonds benötigte, um nach Verlusten den höchsten im betrachteten Zeitraum schon erreichten Stand wieder zu erreichen oder zu überschreiten; falls dies nicht gelang, ist das Periodenende maßgeblich. Entsprechend ist die maximale Verlusthöhe der größte Verlust, den der Fonds im betrachteten Zeitraum – ausgehend vom höchsten in dieser Periode schon erreichten Wert – erlitten hat.

Das [Jensen Alpha](#) misst die Beta-adjustierte (siehe Beta) Outperformance des Fonds gegenüber der Benchmark und wird mittels monatlicher Renditen berechnet. Ein positiver Wert ist ein möglicher Hinweis auf die Erzeugung von Mehrwert durch das Fondsmanagement.

Das [Beta](#) ist ein Maß für das Marktrisiko des Fonds. Das Beta ist normalerweise größer (kleiner) als eins, wenn der Fonds volatil (weniger volatil) als die Benchmark ist.

R^2 ist das Quadrat der Korrelation (siehe Korrelation). Es ist ein Qualitätsmaß dafür, wie gut sich die Fonds Erträge als lineare Funktion der Markterträge beschreiben lassen. Der Wert liegt zwischen 0 (schlecht) und 1 (gut).

Die [Korrelation](#) ist ein Maß dafür, wie sich der Fonds und der Markt im Verhältnis zueinander bewegen. Die Korrelation liegt zwischen -1 und +1. Die extremen Werte, d.h. -1/+1 deuten darauf hin, dass sich der Fonds und der Markt immer im Gleichschritt bewegen, -1 in entgegengesetzte Richtungen, +1 in die gleiche Richtung. 0 bedeutet, es gibt keine eindeutige Beziehung.

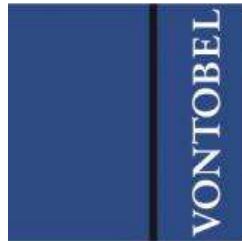
Der [Tracking Error](#) ist die Standardabweichung der Differenzen zwischen Fonds und Benchmark-Rendite. Je niedriger der Tracking Error ist, desto genauer folgt das Portfolio dem Index.

Das [Active Premium](#) (oder Excess Return) misst die Out-/Underperformance eines Fonds im Vergleich zu seiner Benchmark.

Das [Information Ratio](#) ist das Active Premium geteilt durch den Tracking Error. Je höher das Information-Ratio, desto höher ist das Active Premium des Fonds, bei gegebenem gleichen Risiko.

Das [Treyner Ratio](#) ist die Überschussrendite gegenüber einer risikolosen Geldanlage geteilt durch das Beta. Das Treynor-Ratio misst also die Beta-adjustierte Outperformance gegenüber einer risikolosen Geldanlage.

Vontobel Fund Global Value Equity



Private Banking
Investment Banking
Asset Management

Performance creates trust

Ansprechpartner Retail



Ansprechpartner institutionelles Geschäft



Fondsmanager



Firma	Vontobel Asset Management
Strasse, Nr.	Gotthardstrasse 43
PLZ	CH-8022 Zürich
Ort	Zürich
Ansprechpartner - Retail	Beate Meyer
Telefon	+49 69 69 59 96 140
Fax	N/A
E-Mail	beate.meyer@vontobel.de
Ansprechpartner - institutionelles Geschäft	Marc-André Hug
Telefon	+41 58 283 56 64
Fax	N/A
E-Mail	marcandre.hug@vontobel.com
Fondsmanager	Rajiv Jain, Matthew Benkendorf
Telefon	+41 58 283 56 64
Fax	N/A
E-Mail	marcandre.hug@vontobel.com
Web-Site	www.vontobel.ch

Der Fondsmanager und sein Fonds

Der Vontobel Fund – Global Value Equity (der Fonds) wird von den Co-Portfoliomanagern Rajiv Jain und Matthew Benkendorf verwaltet.

Rajiv Jain ist seit November 1994 bei Vontobel Asset Management, Inc. (VAMUS) tätig. Er ist alleiniger Portfoliomanager der Emerging Markets und International Equity Strategien, leitender Portfoliomanager der Global Equity und Far East (ex Japan) Equity Strategien und Co-Portfoliomanager der European Equity Strategie.

Zuvor arbeitete er als Analyst für die Swiss Bank Corporation in New York. Davor verwaltete er einen Private Trust für internationale Anleger in Florida. Von 1989 bis 1990 war er als leitender Exportfachmann für Indo Rama Synthetics (I) Ltd. in Delhi tätig. Dort war er zuständig für die Währungsabsicherung des Unternehmens.

Er entdeckte bereits in jungen Jahren seine Vorliebe für Kapitalanlagen und machte wertvolle Erfahrungen im Bereich der Unternehmensbewertung. Sein Interesse für den Aktienmarkt war so gross, dass er – damals in Indien in der elften Klasse – das von seinem Vater überwiesene Geld an der Börse investierte. Mitte der 80er Jahre sass er der damaligen Börsenblase auf und verlor beim anschliessenden Crash das eingesetzte Vermögen. Diese Erfahrung ermutigte ihn herauszufinden, "was zum Teufel hier passiert ist".

Rajiv Jain schloss ein Studium an der Punjab University als Bachelor of Commerce (Honors) ab. Er verfügt über einen MBA-Abschluss der indischen University of Ajmer sowie der University of Miami.

Rajiv Jains "Bottom up"-Anlagestil liegt dem Erfolg von VAMUS Quality Growth-Produkten zu Grunde. "Schlicht und einfach ausgedrückt: Wenn man als Käufer an Unternehmen herantritt, muss man langfristig denken", so Rajiv Jain.

Matthew Benkendorf ist seit Oktober 1999 bei VAMUS tätig und ist seit 2008 Portfoliomanager. Er ist leitender Portfoliomanager der US und Co-Manager der European und Global Equity Strategie.

Vor seiner Zeit bei VAMUS, begann er 1997 seine berufliche Laufbahn in der Finanzindustrie bei Morgan Stanley in Denver, Colorado wo er im Client Servicing und Retail Sales tätig war.

Matthew Benkendorf verfügt über einen Bachelor of Science in Finanzwissenschaften der University of Denver.

Als Anlagestil des Fonds verfolgen die Manager einen "High Quality Growth at Sensible Prices"-Ansatz.

Globale Aktien können zu jedem Preis günstig oder teuer sein. Lediglich Qualität und Wachstumspotenzial sind von Bedeutung, sagt Rajiv Jain. Er und Matthew Benkendorf achten nicht auf Marktgeflüster, sondern halten Ausschau nach soliden Unternehmen, die zuverlässig langfristiges Wachstum generieren. "Wir setzen auf reine Wachstumstitel zu einem vernünftigen Preis. Es gibt Aktien, die mit einem KGV von 12x teuer bewertet sind, und Titel, die mit einem KGV von 25x billig gehandelt werden. Worauf es ankommt, ist langfristiges Wachstum", so Jain.

Diese einfache Strategie ist ein Markenzeichen des Managementteams. Die Titel des Fonds liefern zwar vermutlich nicht das beständige Quartalswachstum, das kurzfristige Anleger gerne haben. Aber über den gesamten Geschäftszyklus hinweg verzeichnen diese Unternehmen stetes Wachstum und festigen ihre Position.

Jain gibt zu, dass der Fonds für Anleger auch Nachteile birgt: "Bei rasant steigenden Kursen liefert er keine überragende Performance. Ein derartiger Bullenmarkt kommt eher Aktien von minderer Qualität zugute. Der Fonds schlägt sich hingegen bei angespannter Marktstimmung besser und trägt damit über den Konjunkturzyklus hinweg zur jährlichen Wachstumsrate bei", sagt Jain.

Gegenwärtig stehen beide Manager den Banken der Industrienationen optimistischer gegenüber als denjenigen der Schwellenländern. Obwohl die USA in den letzten fünf Jahren kein Kreditwachstum erlebt haben, präsentieren sich US-Banken deutlich robuster. Noch nie seit 1939 waren sie so gut kapitalisiert wie jetzt und weisen Rekordgewinne aus. Selbst bei unveränderter Kreditvergabe ist eine weitere Ergebnisverbesserung möglich. "Letztendlich geht es um langfristiges Wachstum. Die Weltwirtschaft läuft derzeit nicht auf Hochtouren. Daher setzen wir auf Unternehmen, die sich in einem ungünstigen Marktumfeld überdurchschnittlich gut entwickeln", sagt Jain. Angetan ist er von Verbrauchertiteln, die in den Schwellenländern präsent sind. Er zieht multinationale Konzerne wegen ihrer Preissetzungsmacht lokalen Unternehmen vor, da Preise und Qualität ihrer Produkte schwanken können. Jain gibt zu, dass Aktien multinationaler Unternehmen in vielen global ausgerichteten Aktienportfolios vertreten sind. Die Gewichtung im Portfolio macht jedoch den Unterschied.

Das besondere Know-how

Alle Mitglieder des Investment Teams, einschliesslich die Portfoliomanager, sind in erster Linie Research Analysten. Jeder führt Unternehmensanalysen, u.a. mittels ausführlichen Managementkontakten und Besuchen vor Ort, durch. Dies stellt die Grundlage des gesamten Portfoliomanagement-Prozesses dar.

Alle Anlageentscheide werden von den Co-Portfoliomanagern Rajiv Jain und Matthew Benkendorf getroffen. Sie werden vom International Equity Team (das Team), welches aus sieben Research Analysten und vier Händlern besteht, unterstützt. Das Team besteht aus 20 Investment Professionals mit einer durchschnittlichen Industrieerfahrung von 20 Jahren.

Das Team ist fokussiert auf globale „Long-Only“ Aktienanlagen und einen fundamentalen “High Quality Growth at Sensible Prices” Bottom-up-Ansatz. Die Performance steht im Einklang mit der Philosophie und dem Prozess.

Alle regionalen und globalen Portfolios (Europe, US, Emerging Markets, Far East ex-Japan, International) sind Carve-outs der Global Equity Strategy. Alle sechs Produkte basieren auf der selben Anlagephilosophie “High Quality Growth at Sensible Prices” und unterscheiden sich primär bezüglich Regionen. Dadurch sind attraktive Unternehmen in vielen Fällen produktübergreifend kompatibel.

Investmentchancen im Segment Global Equity

Wir gehen davon aus, dass Qualitätsunternehmen auch im aktuellen, von makroökonomischen und regulatorischen Risiken geprägten Umfeld weiter wachsen werden. Was Industrieländer betrifft, so dürfte die US-Wirtschaft, weiter Fahrt aufnehmen. In Europa dürfte die Konjunkturflaute vorerst anhalten und die Nachfrage allenfalls geringfügig zunehmen. In Schwellenländern sehen wir das Wachstum in China gefährdet. Das Risiko liegt im Kreditvolumen, das bei bereits hohen Schuldenniveaus erforderlich ist, um den Übergang des Landes von investitions- zu konsumgetriebenem Wachstum zu finanzieren. Indien verzeichnet nach wie vor ein solides BIP-Wachstum. Das hat ein gutes Geschäftsumfeld für Unternehmen geschaffen. Brasilien wird unserer Einschätzung nach stabil bleiben, was die solide Konsum- und Infrastrukturnachfrage stützen dürfte. Wir erwarten, dass sich das Wachstum des Landes verlangsamen und sich seiner langfristig haltbaren Wachstumsrate annähern wird. Schwellenländer könnten von verstärkten Investitionen renditeorientierter Anleger aus Japan profitieren. Das könnte der Region das für Infrastrukturinvestitionen benötigte Kapital verschaffen. In den vergangenen Jahren sind die Kurse an den Aktienmärkten der Schwellenländer stärker gestiegen als die Gewinne der zugrunde liegenden Unternehmen. Durch diesen Anstieg der Kurs-Gewinn-Verhältnisse (KGV) sind Enttäuschungen bei Wachstumsprognosen nun weniger gut verkraftbar. Wir glauben, dass Renditen künftig eher dem zugrunde liegenden Gewinnwachstum entsprechen.

Asset Allocation (Datum 30.04.2013)	Fonds (%)	Benchmark (%)	Differenz
Equity	94.66	100.00	-5.34
Cash	5.34	0.00	5.34
Gesamt	100.00	100.00	0.00

Top 10 Holdings (Datum: 30.04.2013) %	
British American Tobacco Shs	5.52
Mastercard Inc	4.95
Coca-Cola Co	4.88
Philip Morris Intl Inc Shs	4.77
JPMorgan Chase & Co Shs	4.61
Citigroup	3.70
UBS	3.46
Unilever	3.20
HDFC Bank	3.17
Housing Dev Fin Cp	3.10
Anteil Top 10 insgesamt	41.35
Anzahl der Positionen insgesamt	41

Marktrisiko (Datum: 30.04.2013)	Fonds (%)	Benchmark (%)	Differenz
United States	41.07	46.08	-5.00
Switzerland	13.33	3.86	9.47
United Kingdom	11.77	7.70	4.07
India	9.17	0.81	8.36
Canada	5.01	3.81	1.20
Netherlands	3.88	1.49	2.39
Australia	2.08	3.48	-1.40
France	1.83	3.32	-1.49
Germany	1.71	3.07	-1.36
Mexico	1.54	0.65	0.88
Cash	5.34	0.00	5.34
Insgesamt	96.73	74.28	22.45

Sektor (Datum: 30.04.2013)	Fonds (%)	Benchmark (%)	Differenz
Consumer Discretionary	10.32	10.94	-0.62
Consumer Staples	30.37	10.84	19.54
Energy	2.02	10.02	-8.01
Financials	25.95	21.72	4.23
Health Care	5.05	10.01	-4.96
Industrials	4.02	10.23	-6.21
Information Technology	11.13	11.71	-0.58
Materials	5.79	6.48	-0.69
Telecommunication Services	0.00	4.48	-4.48
Utilities	0.00	3.57	-3.57
Cash	5.34	0.00	5.34

Währungsengagement (Datum: 30.04.2013)	%
USD	52.30
GBP	13.60
INR	9.10
EUR	8.90
CHF	7.60
CAD	5.00
AUD	2.10
DKK	1.40
Sonstiges	0.00
Insgesamt	100.00

Vontobel Fund Global Value Equity – TQR Ergebnisse

Ergebnis

Der Fonds Vontobel Fund Global Value Equity erzielte im TELOS-Quant Rating über 3 Jahre eine Wertung von 5 Diamanten. Weiterhin erzielte der Fonds über 5 Jahre eine Wertung von 5 Diamanten.





Erläuterung zum Rating

Die Bewertungsskala beim Telos Quant Rating reicht von 5 Diamanten (beste) bis 1 Diamanten (schlechteste). Dabei entsprechen 5 Sterne dem Quantil 80-100 (besten 20%), 4 Sterne dem Quantil 60-80, 3 Sterne dem Quantil 40-60 (Mitte), 2 Sterne dem Quantil 20-40, und 1 Stern dem Quantil 0-20 (schlechteste).

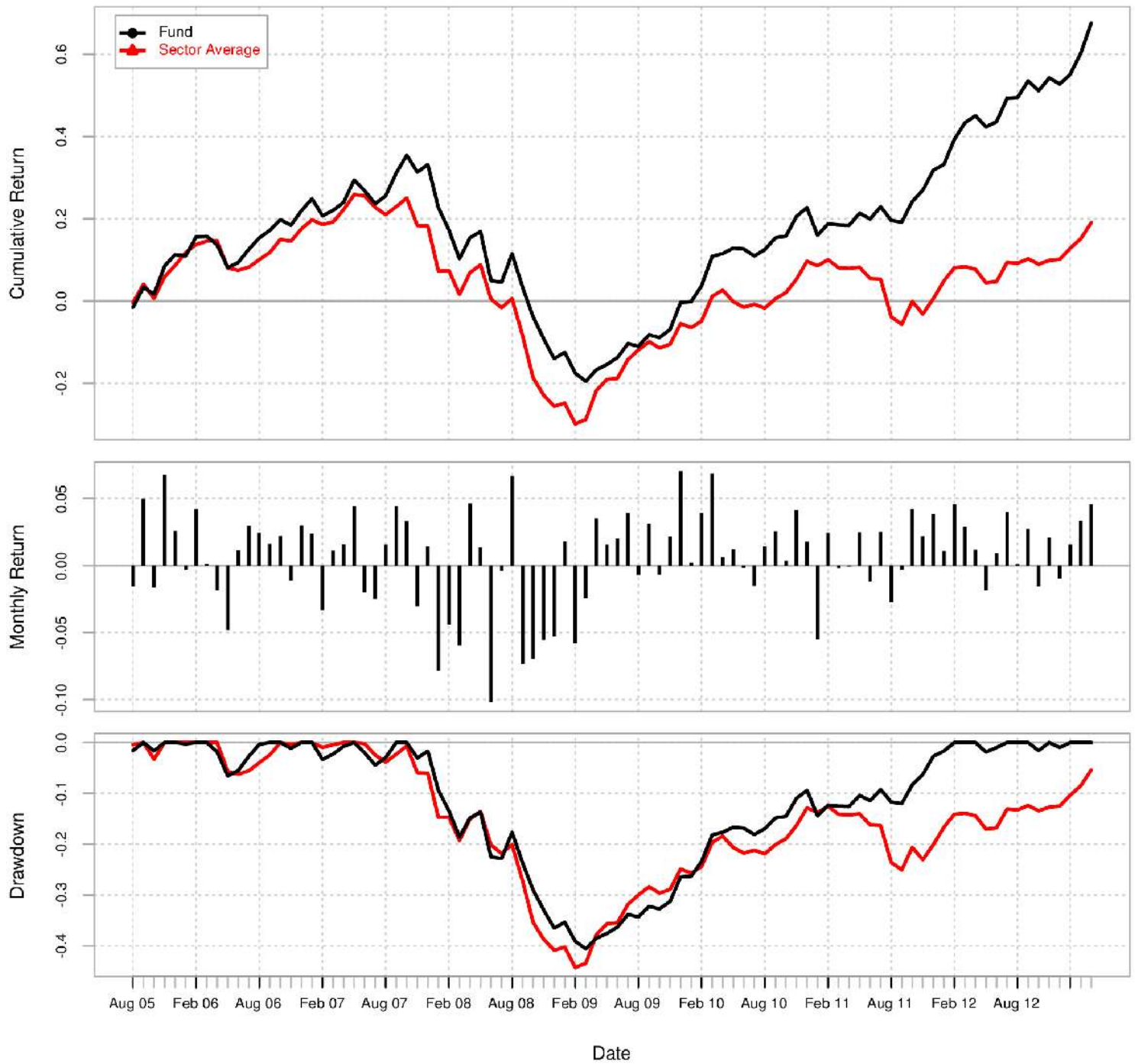
Das Quant Rating wird rein auf Grundlage der Performance Historie gegenüber der Peergroup bestimmt. Neben monatlichen, vierteljährlichen und jährlichen Renditen finden ebenfalls die Outperformance Wahrscheinlichkeit gegenüber dem Sektordurchschnitt, risikoadjustierte Performancemaße sowie diverse Risikomaße/ Information Ratio Eingang in die Analyse.

Vontobel Fund Global Value Equity

ISIN.Code	LU0218910536
Launch.Date	2005-07-01
Fund.Size.m.	674.1
Fund.Size.Date	2013-02-28
Initial.Charge	5
Annual.Charge	1.65
Yield	
Sector	GM Equity - Global
Fund.Type	Offshore FSA
Asset.Class	Equity
TER	2.06
Fund.Benchmark	MSCI (All Country) World Total Return Index
Fund.Manager	Matthew Benkendorf, Rajiv Jain
Fund.Manager.Since	2005-07-07
Start.of.data	2005-07-01
diamonds.3Y	
diamonds.5Y	

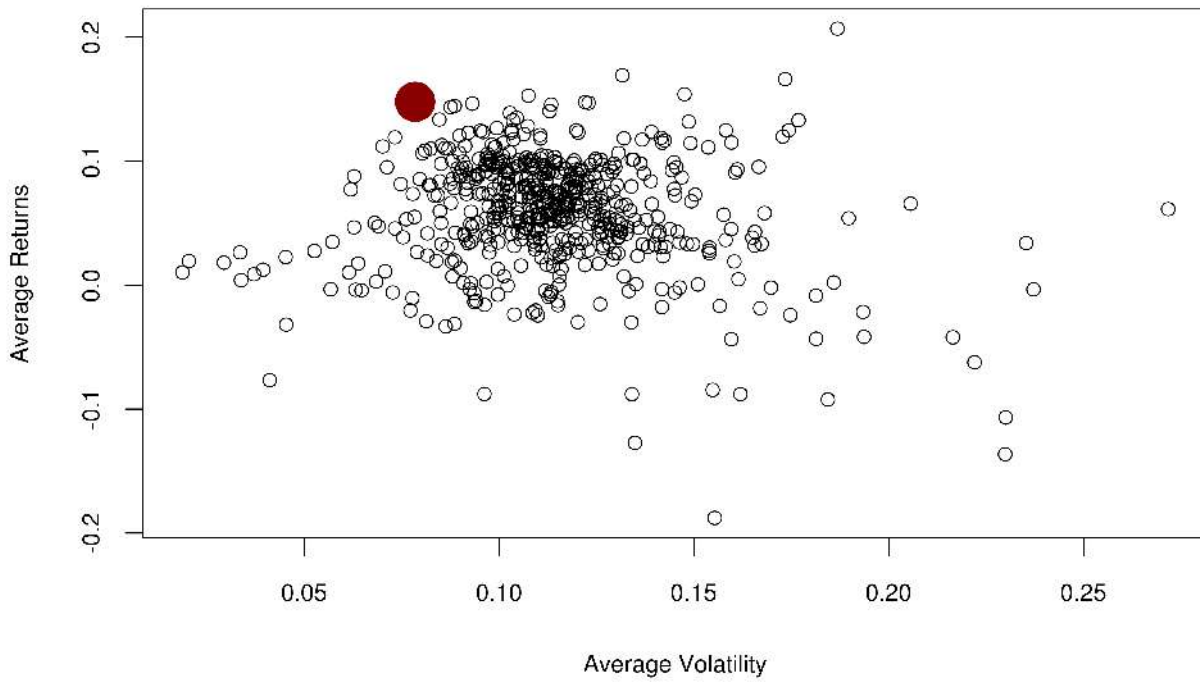
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Jan	-7.86	1.80	0.21	-5.48	1.08	1.55
Feb	-4.41	-5.79	3.92	2.42	4.59	3.31
Mar	-5.99	-2.44	6.84	-0.22	2.89	4.59
Apr	4.62	3.49	0.63	-0.07	1.17	
May	1.34	1.55	1.20	2.48	-1.87	
Jun	-10.21	1.99	-0.21	-1.17	0.91	
Jul	-0.41	3.93	-1.51	2.50	3.99	
Aug	6.65	-0.72	1.43	-2.74	0.10	
Sep	-7.31	3.12	2.52	-0.34	2.71	
Oct	-6.97	-0.68	0.37	4.22	-1.57	
Nov	-5.55	2.14	4.14	2.20	2.09	
Dec	-5.30	7.03	1.76	3.81	-0.98	
Fund	-35.43	15.86	23.15	7.41	15.92	9.73
Sector Average	-37.09	27.04	16.01	-8.29	9.50	8.13

Fund Performance



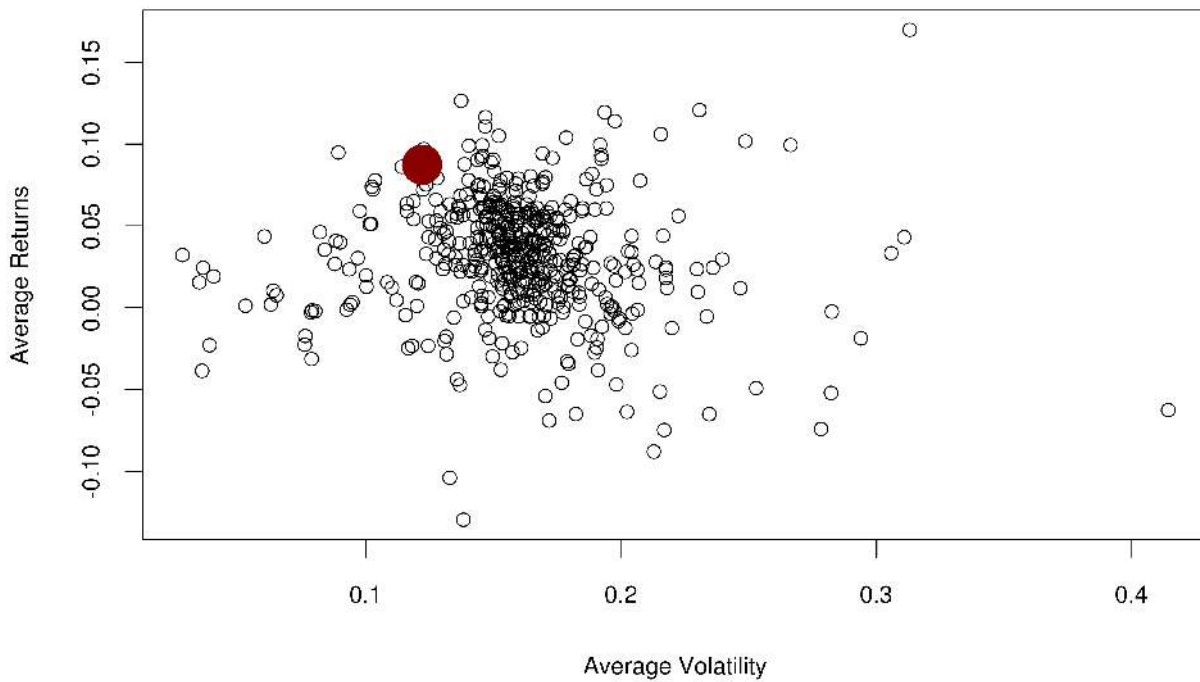
Performance Plot

Sector Comparison: 36 Months
Vontobel Fund Global Value Equity



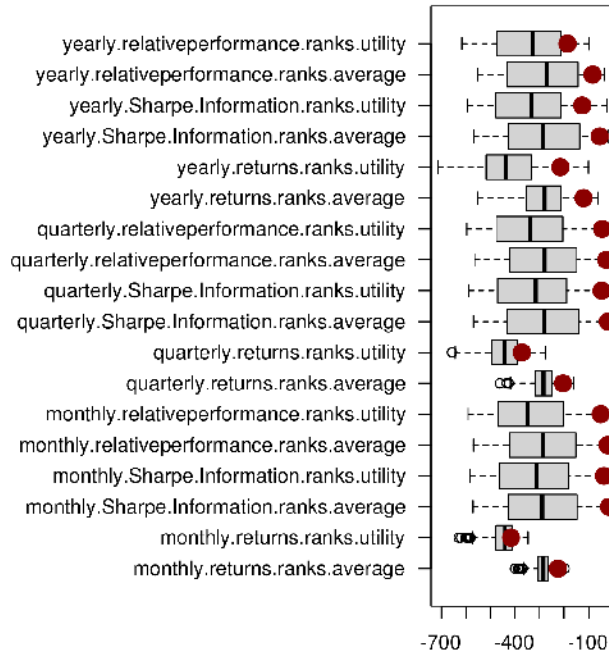
36 Monate Return-Risiko Sektorvergleich

Sector Comparison: 60 Months
Vontobel Fund Global Value Equity



60 Monate Return-Risiko Sektorvergleich

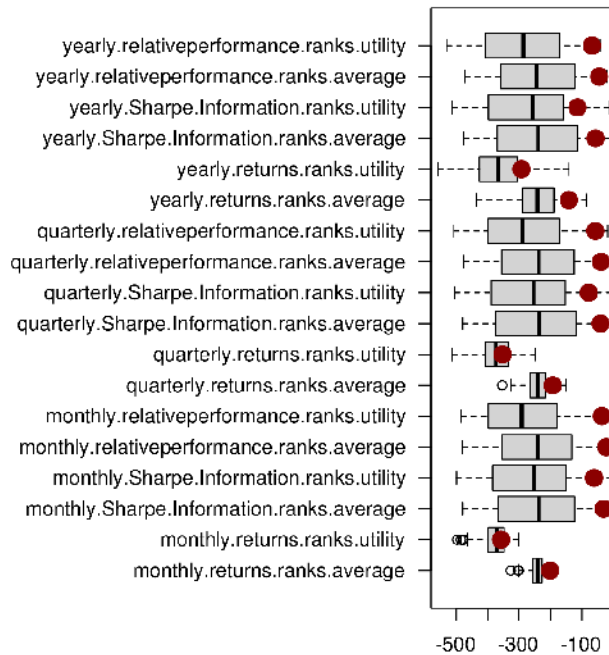
Vontobel Fund Global Value Equity
Rank: 16 ; 3Y
(as per 2013-03-31)



573 in Total
 (Rank 1 signifies highest Number)

36 Monate Rating Drilldown

Vontobel Fund Global Value Equity
Rank: 34 ; 5Y
(as per 2013-03-31)



481 in Total
 (Rank 1 signifies highest Number)

60 Monate Rating Drilldown

Wachstum Global INVEST Gross TR

LBB INVEST

Ansprechpartner Retail



Ansprechpartner institutionelles Geschäft



Fondsmanager



Firma	Landesbank Berlin Investment GmbH
Strasse, Nr.	Kurfürstendamm 201
PLZ	10719
Ort	Berlin
Ansprechpartner - Retail	Helmut Tetzlaff
Telefon	030/245 645 50
Fax	030/245 645 45
E-Mail	helmut.tetzlaff@lbb-invest.de
Ansprechpartner - institutionelles Geschäft	Kathrin Spanek
Telefon	030/245 645 32
Fax	030/245 645 40
E-Mail	kathrin.spanek@lbb-invest.de
Fondsmanager	Sven Krause
Telefon	030/245 645 31
Fax	030/245 646 99
E-Mail	sven.krause@lbb-invest.de
Web-Site	www.lbb-invest.de

Der Fondsmanager und sein Fonds

Sven Krause begann seine Karriere 1985 in der Berliner Bank AG als Bankkaufmann. Danach absolvierte er ein betriebswirtschaftliches Studium an der TU Berlin mit dem Abschluss Diplom-Kaufmann. Außerdem absolvierte er die angesehenen Post Graduate Ausbildungen zum Chartered Financial Analyst (CFA) und zum Chartered Alternative Investment Analyst (CAIA). Nach verschiedenen Stationen im Investment Banking der Landesbank Berlin (ehem. Bankgesellschaft Berlin) wechselt er als Director Fondsmanagement/Aktien zur Landesbank Berlin Investment GmbH. Er ist seit 2000 als Gruppenleiter Fondsmanagement/Aktien und seit 2007 als Bereichsleiter Fondsmanagement/Aktien für die Assetklassen Aktien, Alternative Investment und Advisor Desk verantwortlich.

In dieser Funktion verwaltet er überwiegend wachstumsorientierte Aktienportfolios. Für seine herausragenden Leistungen auf diesem Gebiet wurde ihm in den Jahren 2005-2007 der Lipper Fund Awards Deutschland für den besten Fonds im Equity Sector Technology, Media, Telekommunikation verliehen. Außerdem belegte das von ihm gemanagte Deutschlandportfolio in 2012 den zweiten Platz in der Kategorie Aktien Deutschland über den Zeitraum von einem Jahr.

Der von ihm verfolgte Investmentstil ist als GARP/Quality Growth-Ansatz zu bezeichnen, d. h. im Vordergrund steht die Auswahl von Aktien mit einem überdurchschnittlichen Wachstumspotential zu einem angemessenen Preis.

Das besondere Know-how

Der WachstumGlobal-INVEST im Überblick

Der WachstumGlobal-INVEST ist ein weltweit anlegender, aktiv gemanagter Aktienfonds, der sich auf Wachstumsunternehmen konzentriert. Fondsmanager Sven Krause selektiert für das Portfolio des WachstumGlobal-INVEST schwerpunktmäßig Aktien von Unternehmen aus Zukunftsbranchen, die fundamental preiswert erscheinen und gleichzeitig überdurchschnittliche Gewinnzuwachsrate aufweisen.

Solche Qualitätstitel findet der WachstumGlobal-INVEST zum einen in klassischen Zukunftsbranchen wie Informationstechnologie, Multimedia, Telekommunikation sowie Pharmazie und Biotechnologie.

Zum anderen werden daneben auch Aktien aus anderen Sektoren erworben. Diese Titel sollten gemäß der Growth-Orientierung des Fonds höhere Wachstumschancen versprechen als der Durchschnitt des Marktes. Dieses Anlagekriterium erfüllen derzeit unter anderem ausgewählte Unternehmen aus den Bereichen Markenprodukte, Umweltschutz, Finanzdienstleistungen, Rohstoffe und Energie.

Der WachstumGlobal-INVEST verfolgt eine All-Cap-Strategie. Der Fonds investiert sowohl in Standardaktien als auch in kleinere und mittlere Unternehmen. Aktuell bilden Titel mit hoher Marktkapitalisierung den Investitionsschwerpunkt. Aufgrund seiner Ausrichtung auf Wachstumsunternehmen entfällt im Regelfall ein gewichtiger Anteil des Portfolios auf Unternehmen aus Nordamerika.

Gemäß seiner Anlagerichtlinien ist der WachstumGlobal-INVEST zu mindestens 51 Prozent direkt in Aktien investiert; gewöhnlich liegt dieser Anteil deutlich höher. Darüber hinaus können auch verzinsliche Wertpapiere, Wandelschuldverschreibungen, Optionsanleihen und Genuss-Scheine sowie Indexzertifikate in- und ausländischer Aussteller erworben werden.

Der Investmentstil: Quality Growth

Der WachstumGlobal-INVEST wird nach einem bewährten Quality Growth-Ansatz gesteuert. Quality Growth-Unternehmen verfügen nicht nur über attraktive Fundamentaldaten. Sie weisen auch erfolgreiche Geschäftsmodelle auf und sind in expandierenden Märkten tätig. Aussagekräftige Bewertungskennziffern helfen, solche Qualitätstitel zu identifizieren.

Will sich ein Unternehmen für das Portfolio des WachstumGlobal-INVEST qualifizieren, muss es zunächst verschiedenen finanziellen Qualitätskriterien genügen. Es sollte ein dynamisches und strukturelles Ertragswachstum aufweisen und überdurchschnittliche Gewinnmargen erzielen. Ferner sollten eine hohe Selbstfinanzierungskraft gemessen am Free Cash Flow, eine niedrige Verschuldung und eine hohe Eigenkapitalrendite ein Investment nahelegen. Für besonders attraktiv hält das Fondsmanagement Gesellschaften, deren jährliche Ertragssteigerungsrate das KGV übersteigt. Die PEG-Ratio, das Verhältnis von KGV und prozentualem Wachstum, liegt in diesen Fällen niedriger als 1,0, was eine Unterbewertung des entsprechenden Titels signalisiert.

Neben den klar berechenbaren Fundamentaldaten wird jedoch auch den weichen bzw. qualitativen Kriterien ein hoher Stellenwert beigemessen. Hier wird hinterfragt, ob der Investmentkandidat über ein robustes Geschäftsmodell verfügt, was beispielsweise in einer gefragten Marke oder einzigartigen Produkten zum Ausdruck kommen sollte. Des Weiteren sollte sich die in Frage kommende Gesellschaft in einer starken Wettbewerbsposition befinden und in einem Markt mit möglichst hohen Eintrittsbarrieren tätig sein. Weitere Pluspunkte sammelt ein Unternehmen, wenn es in Wachstumsmärkten tätig ist und sich die Ertragsentwicklung vergleichsweise zuverlässig prognostizieren lässt.

Das besondere Know-how – der Investmentprozess

Um ein leistungsstarkes Portfolio zusammenzustellen, überprüft das Fondsmanagement das zur Auswahl stehende Anlageuniversum anhand der oben genannten und anhand weiterer fundamentaler und qualitativer Investitionskriterien. Beim WachstumGlobal-INVEST liegt dem Investmentprozess ein systematisches mehrstufiges Selektionsverfahren zugrunde. An dessen Beginn steht die Datenbank gestützte quantitative Analyse fundamentaler und technischer Kennzahlen.

Anschließend erfolgt die qualitative Analyse. Hierbei werden beispielsweise auch mögliche unternehmensspezifische Risiken erfasst, die sich nicht ohne Weiteres aus den publizierten Daten ableiten lassen. Solche Risiken können beispielsweise aus Produkthaftungen, Patentstreitigkeiten oder einer nicht nachhaltigen Unternehmensführung erwachsen.

Zum Risikomanagement auf Portfolioebene gehören zum Abschluss die Abweichungsanalyse auf Branchen-, Länder-, Währungs- und Marktkapitalisierungsebene sowie die Untersuchung von Tracking Error, Volatilität, Beta, VaR und Korrelation auf der Basis historischer Renditen der Benchmark und des Portfolios.

Ziel des Investmentprozesses ist es stets, überdurchschnittlich erfolgreiche Unternehmen preiswert einzukaufen. Der WachstumGlobal-INVEST orientiert sich somit am Leitbild, qualitativ hervorragende Wachstumstitel zu einem vernünftigen Preis („**G**rowth **A**t a **R**easonable **P**rice“; bzw. „Quality-GARP“) zu selektieren. Nach diesem Prinzip entsteht ein leistungsstarkes Portfolio, das sich in den vergangenen Jahren durch eine sehr gute Performance auszeichnete, die bei moderater Schwankungsintensität erzielt wurde.

Nicht zuletzt aufgrund des in den vergangenen Jahren immer stärker verfeinerten Verfahrens zur Aktienausswahl verfügt der WachstumGlobal-INVEST über günstigere Risiko-Ertrags-Kennziffern als der MSCI World-Index oder vergleichbare Fonds seiner Kategorie. Denn der angewandte Quality Growth-Ansatz berücksichtigt neben Growth-Kriterien auch Value-Kennziffern. So weisen die im Fondsportfolio vertretenen Unternehmen beispielsweise ein durchschnittliches KGV von 11,3 auf, während der MSCI World auf ein KGV von 13,7 kommt.

Vergleicht man weitere Fundamentaldaten des Fonds mit denen des MSCI World, errechnet sich für den WachstumGlobal-INVEST ein durchschnittlicher Bewertungsvorteil von 35 Prozent. Gleichzeitig beträgt die PEG-Ratio lediglich 0,84 (Stand: 30. April 2013).

Die attraktive Relation zwischen hohem historischem Gewinnwachstum und niedrigem KGV signalisiert, dass der Aktienfonds der LBB-INVEST über weiteres Wertaufholungspotenzial verfügt. Dies gilt insbesondere in der derzeitigen Phase des Konjunkturzyklus. Denn nach Analyse der LBB-INVEST entwickeln sich Growth-Anlagestile immer dann überdurchschnittlich, wenn sich das konjunkturelle Wachstum abschwächt und wenn das allgemeine Zinsniveau sinkt oder dauerhaft auf einem niedrigen Niveau verharrt. Beide Voraussetzungen sind momentan gegeben.

Investmentchancen im Segment Global Equity

Quality Growth: Das beste aus 2 Welten

Auch wenn sich das Konjunkturwachstum zuletzt etwas abschwächte, befindet sich die Weltwirtschaft in einer insgesamt robusten Verfassung. Zwar kämpfen unsere Nachbarn in Südeuropa mit der Rezession. In Deutschland verbesserte sich der viel beachtete Ifo-Geschäftsklimaindex zuletzt jedoch bereits wieder. Grund ist die starke Ausrichtung der heimischen Wirtschaft auf die internationalen Märkte. In Nordamerika steigen unterdessen die Unternehmensgewinne. Daneben profilieren sich die Schwellenländer weiterhin als Wachstumsmotor.

Im derzeitigen etwas unsicheren Wirtschaftsumfeld bietet sich der Erwerb von Aktien global ausgerichteter Unternehmen an, die Jahr für Jahr expandieren. Bei diesen Gesellschaften mit eingebautem „Wachstums-Gen“ handelt es sich häufig um Weltmarktführer, die in einer aufstrebenden Branche tätig sind und über einzigartige Produkte verfügen. Unternehmen mit den geschilderten Eigenschaften können wirtschaftliche Schwankungen häufig besser ausgleichen als Konjunkturzykliker. Im Idealfall steigern sie Umsatz, Ertrag und Dividende von Jahr zu Jahr.

Der WachstumGlobal-INVEST hat sich auf dieses Growth-Segment spezialisiert.

Ziel des WachstumGlobal-INVEST ist es, Unternehmen mit kontinuierlichem Gewinnwachstum und geringen Ertragsschwankungen preiswert einzukaufen. Das infrage kommende Anlageuniversum anhand seines „Quality-Growth“ Ansatz über ein mehrstufiges Faktorenmodell untersucht. Dessen Grundidee besteht darin, für Qualitätsaktien einen angemessenen, aber keinesfalls überhöhten Preis zu zahlen. Der Investor profitiert sodann von Kurssteigerungen, die sich aufgrund des kontinuierlichen Gewinnwachstums mittelfristig einstellen sollten. Aussichtsreiche Quality Growth-Titel finden sich beispielsweise in den Sektoren Technologie, Nahrungsmittel, Konsumgüter, Lifestyle und Gesundheit.

Aufgrund der strukturellen makroökonomischen Veränderungen in den vergangenen Jahren war eine Konvergenz der Investmentstile Growth und Value zu beobachten. Das Chance-/Risikoprofil hat sich grundlegend verändert. Aus Growth wurde Value und aus Value wurde Growth. Nichts war daher naheliegender als sowohl Wachstums- als auch Valuefaktoren im Rahmen des Investmentstils zu berücksichtigen. Aufgrund der unveränderten makroökonomischen, weltweiten Ungleichgewichte gehen wir mittel- bis langfristig davon aus, dass der im WachstumGlobal-INVEST in den vergangenen Jahren erfolgreich umgesetzte Investmentsansatz auf zukünftig erfolgreich sein wird.

Asset Allocation (Datum 31.05.2013 Fonds (%) Benchmark (%) Differenz

Aktien	100,06	100	0,06
Gesamt			

Top 10 Holdings (Datum: 31.05.2013) %

HSBC Holdings PLC	1,68
Novartis AG	1,53
Vodafone Group PLC	1,51
Nestlé S.A.	1,47
BP PLC	1,44
Sanofi S.A.	1,43
Total S.A.	1,42
Royal Dutch Shell	1,41
BASF SE	1,39
Siemens AG	1,39
Anteil Top 10 insgesamt	14,67
Anzahl der Positionen insgesamt	90

Marktrisiko (Datum: 30.04.2013) Fonds (%) Benchmark (%) Differenz

Canada	3,3	4,3	-1,0
UK	10,0	9,1	0,9
Japan	1,3	9,4	-8,0
United States	67,7	53,4	14,3
EMU	2,3	11,7	-9,4
Europe ex EMU/UK	11,3	6,1	5,2
Asien ex Japan	3,0	6,0	-3,0
Latin Amerika	0,9	0,0	0,9
Kasse	0,2		0,2
Insgesamt	100	100	0

Sektor (Datum: 30.04.2013)	Fonds (%)	Benchmark (%)	Differenz
Oil & Gas	12,1	9,6	2,5
Basic Materials	6,3	5,6	0,7
Industrials	15,5	11,9	3,6
Consumer Goods	13,7	13,5	0,2
Health Care	14,3	10,5	3,7
Consumer Services	9,4	10,6	-1,2
Telecommunications/Technology	18,5	13,4	5,2
Utilities	0,0	3,7	-3,7
Financials	10,2	21,3	-11,2

Währungsengagement (Datum: 31.05.2013)	%
USD	70,21
GBP	10,19
CHF	5,34
EUR	3,74
CAD	3,49
HKD	2,79
NOK	2,05
JPY	1,27
ZAR	0,98
Sonstiges	-0,06
Insgesamt	100

Wachstum Global INVEST Gross TR – TQR Ergebnisse

Ergebnis

Der Fonds Wachstum Global INVEST Gross TR erzielte im TELOS-Quant Rating über 3 Jahre eine Wertung von 5 Diamanten. Weiterhin erzielte der Fonds über 5 Jahre eine Wertung von 5 Diamanten.





Erläuterung zum Rating

Die Bewertungsskala beim Telos Quant Rating reicht von 5 Diamanten (beste) bis 1 Diamanten (schlechteste). Dabei entsprechen 5 Sterne dem Quantil 80-100 (besten 20%), 4 Sterne dem Quantil 60-80, 3 Sterne dem Quantil 40-60 (Mitte), 2 Sterne dem Quantil 20-40, und 1 Stern dem Quantil 0-20 (schlechteste).

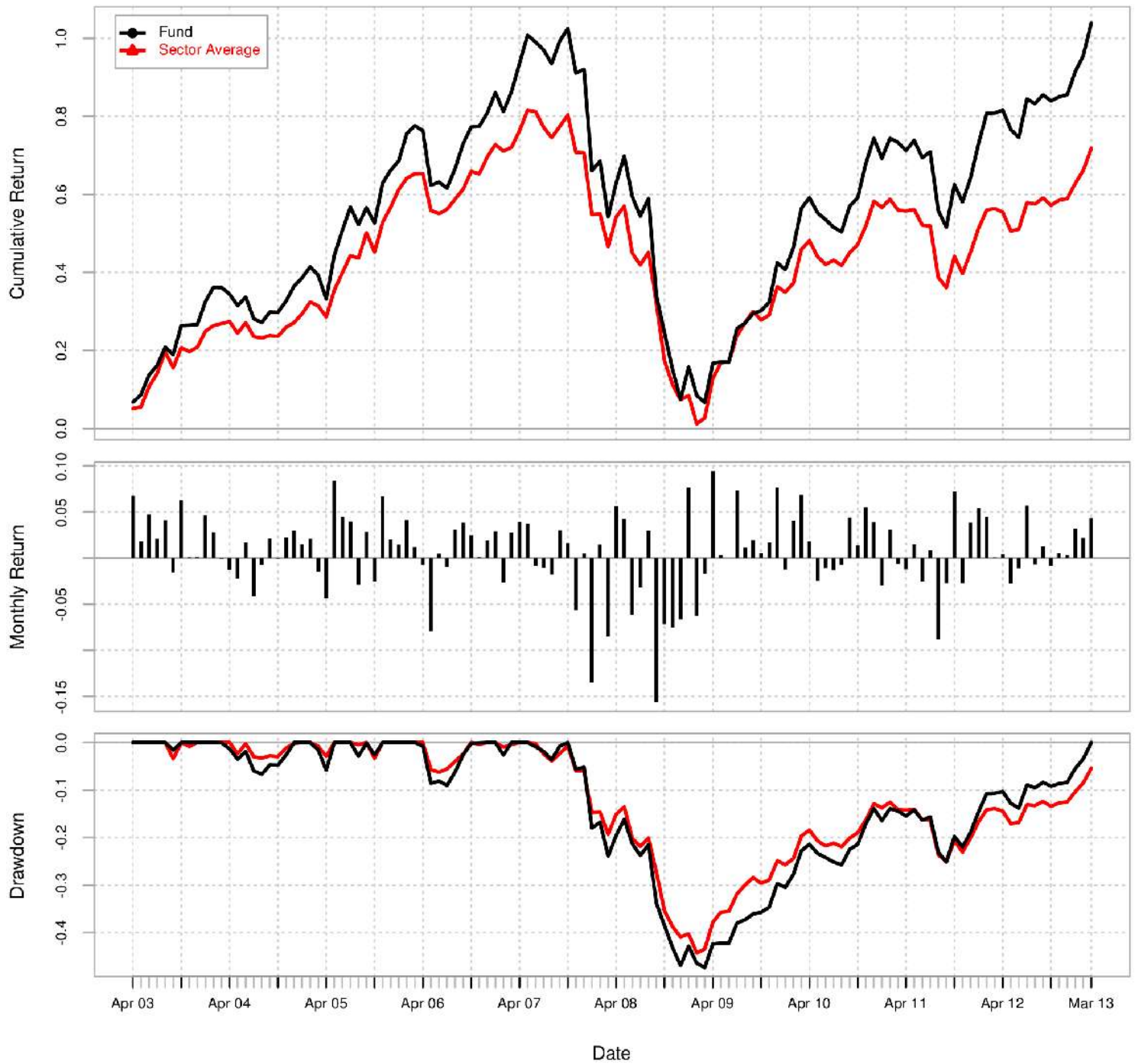
Das Quant Rating wird rein auf Grundlage der Performance Historie gegenüber der Peergroup bestimmt. Neben monatlichen, vierteljährlichen und jährlichen Renditen finden ebenfalls die Outperformance Wahrscheinlichkeit gegenüber dem Sektordurchschnitt, risikoadjustierte Performancemaße sowie diverse Risikomaße/ Information Ratio Eingang in die Analyse.

Wachstum Global INVEST Gross TR

ISIN.Code	DE0009799064
Launch.Date	1999-11-01
Fund.Size.m.	13.1
Fund.Size.Date	2013-02-28
Initial.Charge	5
Annual.Charge	1.5
Yield	
Sector	GM Equity - Global
Fund.Type	German Domestic
Asset.Class	Equity
TER	1.84
Fund.Benchmark	Morgan Stanley Capital International World Index..
Fund.Manager	Sven Krause
Fund.Manager.Since	1999-12-01
Start.of.data	1999-11-01
diamonds.3Y	
diamonds.5Y	

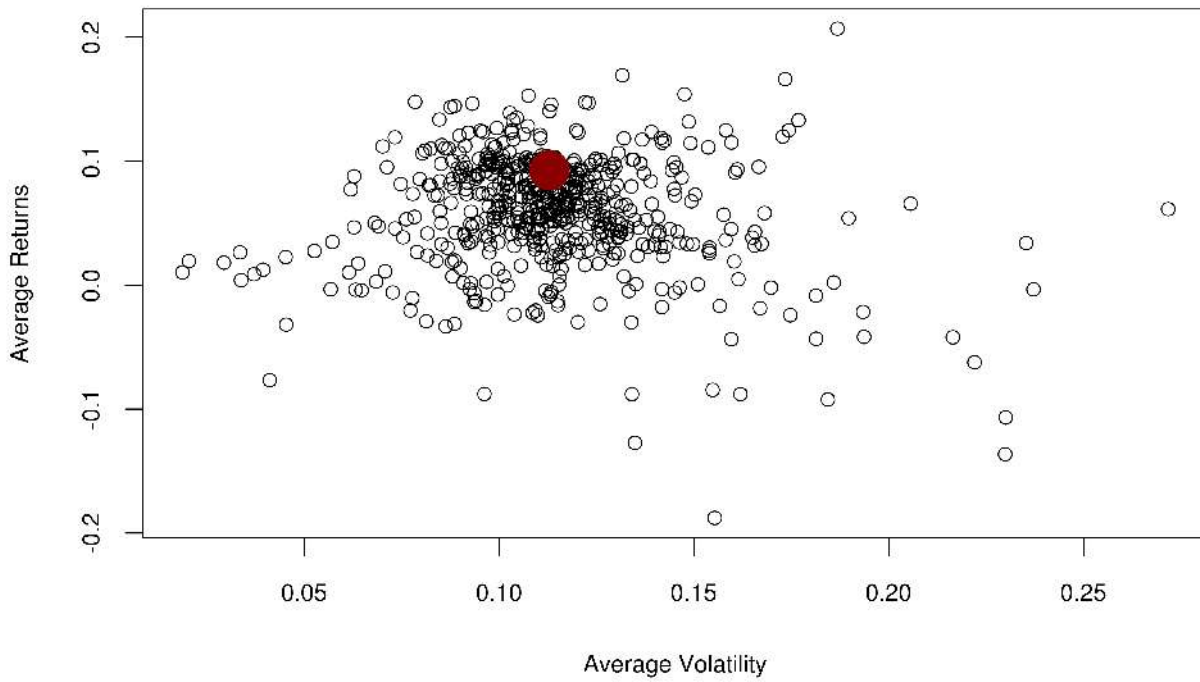
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Jan	-13.51	7.64	-1.21	-2.98	5.43	3.17
Feb	1.46	-6.28	4.00	3.07	4.45	2.17
Mar	-8.47	-1.67	6.86	-0.62	0.05	4.29
Apr	5.61	9.41	1.77	-1.20	0.43	
May	4.25	0.30	-2.45	1.52	-2.76	
Jun	-6.11	0.00	-1.11	-2.54	-1.13	
Jul	-3.15	7.32	-1.30	0.87	5.65	
Aug	2.91	1.10	-0.74	-8.81	-0.66	
Sep	-15.62	1.98	4.37	-2.72	1.23	
Oct	-7.16	0.53	1.38	7.20	-0.84	
Nov	-7.51	1.66	5.49	-2.72	0.56	
Dec	-6.61	7.65	3.86	3.83	0.28	
Fund	-44.01	32.50	22.40	-5.88	13.03	9.94
Sector Average	-37.09	27.04	16.01	-8.29	9.50	8.13

Fund Performance



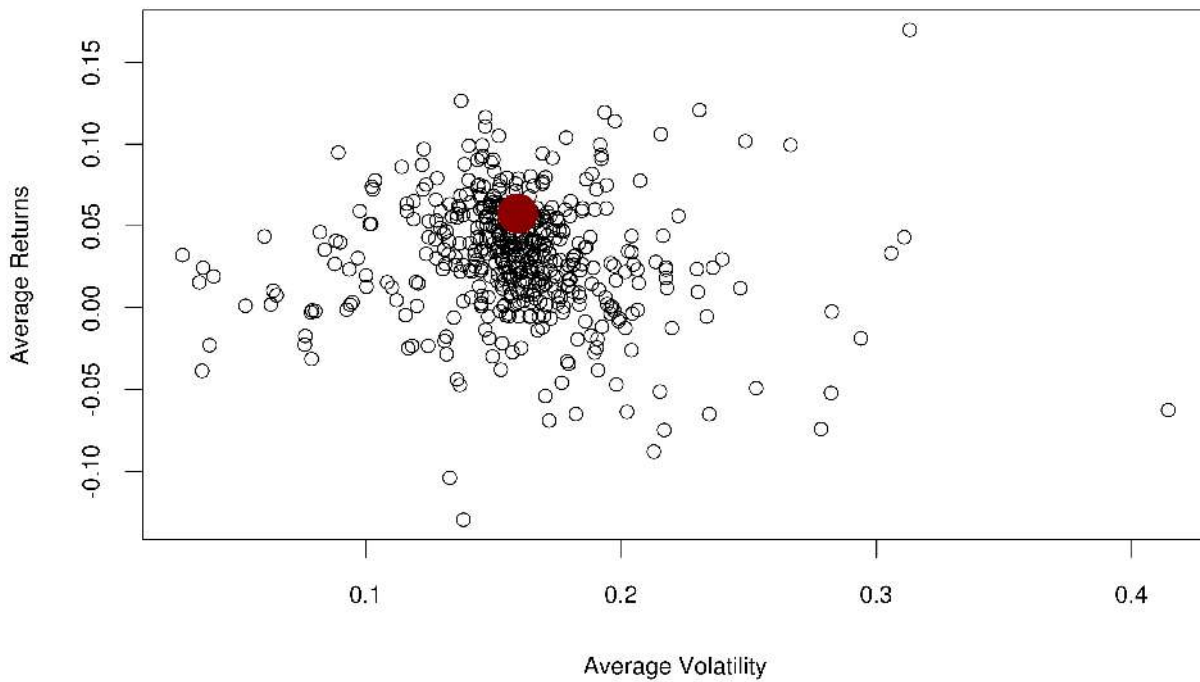
Performance Plot

Sector Comparison: 36 Months
Wachstum Global INVEST Gross TR



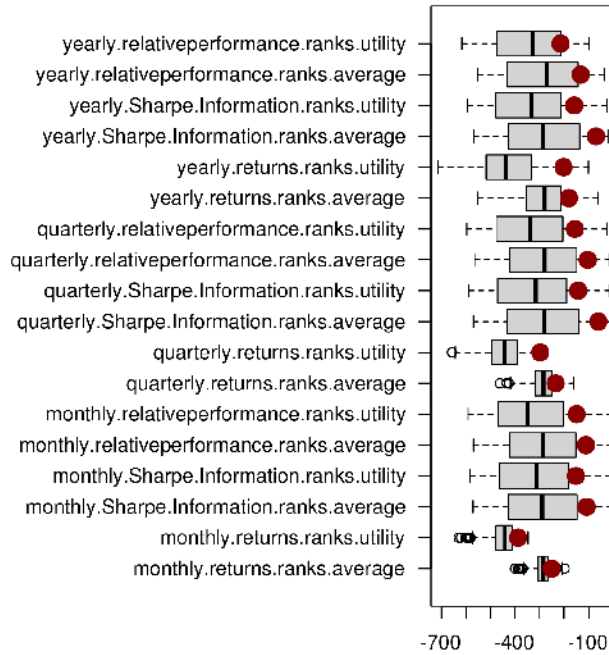
36 Monate Return-Risiko Sektorvergleich

Sector Comparison: 60 Months
Wachstum Global INVEST Gross TR



60 Monate Return-Risiko Sektorvergleich

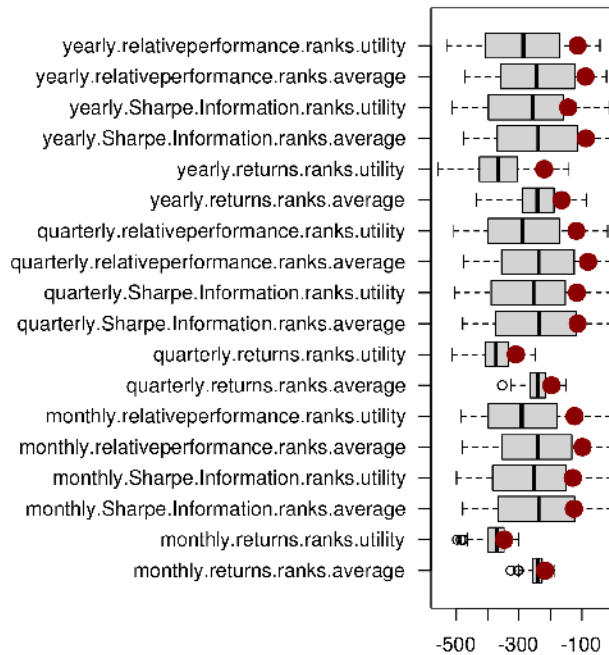
Wachstum Global INVEST Gross TR
Rank: 55 ; 3Y
(as per 2013-03-31)



573 in Total
 (Rank 1 signifies highest Number)

36 Monate Rating Drilldown

Wachstum Global INVEST Gross TR
Rank: 65 ; 5Y
(as per 2013-03-31)



481 in Total
 (Rank 1 signifies highest Number)

60 Monate Rating Drilldown

Walser Portfolio German Select



WALSER
PRIVATBANK

Ansprechpartner Retail



Ansprechpartner institutionelles Geschäft



Firma	Walser Privatbank Invest S.A.
Strasse, Nr.	2, rue Gabriel Lippmann
PLZ	5365
Ort	Munsbach Luxemburg
Ansprechpartner - Retail	Florian Zelder CIIA
Telefon	+43-5517-202-260
Fax	+43-5517-202-219
E-Mail	florian.zelder@walserprivatbank.com
Ansprechpartner - institutionelles Geschäft	Stephan M. Modler
Telefon	+352 276954-872 oder +49-170-9283906
Fax	+352 276954-879
E-Mail	s.modler@walserprivatbankinvest.com
Fondsmanager	Jürgen Jann
Telefon	+43-5517-202-823
Fax	+43-5517-202-219
E-Mail	juergen.jann@walserprivatbank.com
Web-Site	www.walserprivatbankinvest.com

Der Fondsmanager und sein Fonds

Fondsmanager

Jürgen Jann besitzt mehr als 20 Jahre Berufserfahrung im Portfolio Management von Publikums- und Spezialfonds. Nach seiner akademischen Ausbildung und beruflichen Stationen bei der Dresdner Bank und beim Deutschen Investment Trust wechselte er 2002 zu Allianz Global Investors/ Pimco nach München. Dort verantwortete er den Bereich Global Bonds/ FX und konnte als Portfoliomanager internationaler Rentenfonds mehrfach Auszeichnungen erlangen. 2011 kam er zur Walser Privatbank AG. Neben seiner Funktion als Leiter Asset Management ist er als Portfoliomanager für Publikumsfonds des Hauses verantwortlich.

Jürgen Jann ist Investmentanalyst DVFA und darüber hinaus an der Dualen Hochschule Baden Württemberg in Mannheim als Dozent für Finanzmanagement tätig.

Ziele und Anlagepolitik

Der WALSER Portfolio German Select ist ein Mischfonds, der ausschließlich in DAX-Werte und deutsche Bundesanleihen, die dem REXP-Rentenindex entsprechen, veranlagt. Die Asset-Allokation basiert auf einem dynamischen Allokationsmodell. Das heißt, der Fonds investiert zu Jahresanfang immer zu 50% in Aktien und 50% in Renten. Während des Jahres wird sukzessive in diejenige Anlageklasse investiert, die besser läuft. Am Ende des Jahres kann bis zu 100% des Fondsvolumens in einer Assetklasse veranlagt sein. Grundidee ist, dass der Anleger am Ende des Kalenderjahres in der „richtigen“ Anlageklasse investiert ist und die bessere Rendite abzüglich der impliziten Strategiekosten vereinnahmt.

Chancen

- Prognosefreies System - Emotionsfreies investieren
- Mischfonds, der in deutsche Aktien- und Rentenmärkte investiert und so attraktive Renditechancen eröffnet.
- Partizipation an den Entwicklungen des deutschen Kapitalmarkts.
- Chance, in negativen Aktienjahren extreme Verluste zu vermeiden und damit deutlich Risiken zu reduzieren.
- Chance, überwiegend den richtigen Einstiegs- und Ausstiegszeitpunkt in Aktien zu bestimmen.

Risiken

- Marktbewegungen können sich negativ auf die Wertentwicklung des Fonds auswirken.
- Die Investition in Aktien kann während eines Kalenderjahres bis zu 100% des Fondsvolumens betragen.
- Bonitäts- und Ausfallrisiken einzelner Branchen und Emittenten können sich verändern
- Der Wert des Fondsanteils kann jederzeit unter den Preis fallen, zu dem der Anleger die Fondsanteile erworben hat. Dadurch sind auch Verluste des eingesetzten Kapitals möglich.

Das besondere Know-how

Asset-Management

Das Asset-Management des WALSER Portfolio German Select erfolgt innerhalb der Walser Privatbank AG. Dabei blicken wir auf mehr als 20 Jahre Erfahrung im aktiven Management von Publikumsfonds, Spezialfonds und Vermögensverwaltungsmandaten. Die Walser Privatbank steht für über 100 Jahre Erfahrung, für nachhaltige finanzielle Stabilität und pflegt eine solide Anlagepolitik. Das Asset Management folgt der Tradition und der Philosophie des Hauses – heute Sicherheit für morgen. Unsere Philosophie beruht auf klaren Wertvorstellungen. Zu diesen zählen in erster Linie Sicherheit, partnerschaftliche Zusammenarbeit mit unseren Kunden, Verlässlichkeit und die Bereitstellung eines geeigneten strategischen Ansatzes für jeden Risikotyp. Die Werte Solidität, Nähe und Engagement bilden das Fundament unseres Handelns bei dem Bestreben langfristige und partnerschaftliche Kundenbeziehungen aufzubauen und zu pflegen.

Seit 2011 befindet sich der Fonds in Form einer luxemburgischen SICAV bei der eigenen KAG, der Walser Privatbank Invest S.A. die eine 100%-ige Tochtergesellschaft der Walser Privatbank AG ist.

WALSER Best Select Strategie

Der WALSER Portfolio German Select gehört zum Fondspektrum der WALSER Best Select Strategien, die ein dynamisches und prognosefreies Allokationsmodell verfolgen.

Ziel dieses Modelles ist es, nach einer festen Umverteilungsregel ein Auszahlungsprofil aus zwei Anlageklassen zu erzeugen, das der jeweils besseren entspricht. Es ist so konzipiert, dass die Anlageentscheidungen nach einem regelbasierten, mathematischen Prozess, der den Ideen des amerikanischen Ökonomen William Margrabe zugrunde liegt, erfolgen.

Das Auszahlungsprofil der Strategie lässt sich zunächst aus der Kombination eines beliebig gewählten Basisinvestments und einer Austauschoption („Exchange Option“) darstellen. Die Austauschoption beinhaltet das Recht, bei Fälligkeit eine Einheit des risikobehafteten Basisinvestments in eine Einheit des ebenfalls risikobehafteten Austauschinvestments zu tauschen. Die Option ist im Geld (aus dem Geld) und wird ausgeübt (verfällt), wenn der Marktwert des Austauschinvestments den Marktwert des Basisinvestments übersteigt (nicht übersteigt). Der Wert der Austauschoption und damit der Erfolg der Strategie, ist umso höher:

- je länger die Restlaufzeit,
- je volatiler der Spread im Wertverlauf der Anlageklassen,
- je volatiler die einzelnen Anlageklassen,
- je geringer der Gleichlauf (Korrelation) der Anlageklassen ist.

Die Austauschoption wird innerhalb der Strategie repliziert. Dies erfolgt über ein monatliches Delta-Hedging der Anlageklassen, was den Allokationsanpassungen entspricht. Ausgangspunkt sind zwei Anlageklassen, die im Idealfall über liquide Futures investierbar sind und eine geringe oder sogar negative Korrelation zueinander aufweisen.

Das dynamische Allokationsmodell macht eine Partizipation an steigenden Aktienmärkten durch eine Erhöhung der Aktienquote und eine Minimierung des Verlustrisikos in fallenden Aktienmärkten durch die Senkung der Aktienquote möglich. Baisse-Phasen werden systematisch abgefedert, denn es ist wichtiger, extreme Verluste in negativen Börsenjahren zu vermeiden als in guten Aktienjahren immer 100 % zu profitieren.

Die i.d.R. vorhandene negative Korrelation von Aktien und Renten macht es möglich, von der Wertentwicklung der jeweils „besseren“ Anlageklasse zu profitieren. Das dynamische Allokationsmodell startet zu Jahresanfang mit einer 50:50 Allokation. Innerhalb des WALSER Portfolio German Select werden über Aktien, Anleihen, Zertifikate und Derivate 50 % in den DAX (deutsche Aktien) und 50 % in den REXP (deutsche Anleihen) investiert. Die Allokation wird monatlich zu Gunsten der „besser performenden“ Anlageklasse angepasst. Somit entsteht eine im Zeitablauf dynamische Gewichtung beider Basiswerte zwischen null und hundert Prozent. Dabei kommt das Modell ohne explizite Renditeprognosen und ohne Einzeltitelauswahl aus.

Der Erfolg der letzten Jahre gibt der WALSER Select Strategie Recht. In 2013 wurde der Fonds nach den Jahren 2008 bis 2011 mit dem fünften Euro Fund Award und dem fünften Lipper Fund Award in Folge ausgezeichnet.

Investmentchancen im Segment Mixed Flexible

Mischfonds in Zeiten niedriger Renditen

Das aktuelle Kapitalmarktumfeld zeichnet sich durch extrem niedrige Kapitalmarktrenditen verschiedener Assetklassen aus. Stabile und ausreichend hohe „Risk Free Asset“-Renditen, z.B. im Segment der Staatsanleihen, reduzierten in der Vergangenheit die Notwendigkeit von Investitionen in „Risk Assets“ (Aktien, Emerging Markets, High Yield, etc.). Aktuell niedrige Renditen bei Staatsanleihen erfordern von immer mehr Investoren die Bereitschaft von Investitionen in „Risk Assets“, um erforderliche und gewünschte Mindestverzinsungen der jeweiligen Portfolios zu erzielen. Die Volatilität dieser „Risk Assets“ macht allerdings ein Sicherheitsnetz notwendig, um größere Verlustphasen bei Investitionen in „Risk Assets“ zu vermeiden bzw. zu reduzieren. WALSER Best Select Strategien wie bspw. der WALSER Portfolio German Select können aufgrund ihres Ansatzes einen Beitrag zu diesem Sicherheitsnetz leisten.

Risikostreuung über Diversifikation der Stildiversifikation

Die Beimischung eines prognosefreien Produktes, zum Beispiel der WALSER Portfolio German Select, zu einem traditionellen, prognosebasierten und qualitativ verwalteten Mandat gibt dem Investor die Möglichkeit der Risikostreuung über eine Diversifikation der Investmentansätze. In unserem Hause nutzen wir diesen Ansatz innerhalb der WALSER Vermögensverwaltung Select Strategien selbst, die

die Möglichkeit der Kombination traditioneller Vermögensverwaltungs-Strategien mit unseren WALSER Best Select Strategien (z.B. WALSER Portfolio German Select oder WALSER Portfolio Emerging Markets Select) bietet. Das Mischungsverhältnis „prognosefrei“ vs. „prognosebasiert“ ist dabei in Abhängigkeit von der Risikobereitschaft und -tragfähigkeit des Investors frei wählbar. Im Zeitverlauf ist dieses natürlich variabel. Die jüngsten Ergebnisse dieses Konzeptes sind überaus positiv und weiterhin erfolgsversprechend.

Asset Allocation (Datum 01.06.2013)	Fonds (%)	Benchmark (%)	Differenz
Aktien	58,90%	50%	
Renten	25,55%	50%	
Liquidität	15,55%	0%	

Gesamt

Top 10 Holdings (Datum: 31.05.2013) %

IShares DAX (DE)	7,10%
BASF SE NA O.N.	4,98%
Bayer AG NA	4,90%
Allianz SE VNA O.N.	3,96%
SAP AG O.N.	3,80%
Siemens AG NA	3,76%
Deutsche Bank X-PERT. ZERT. DAX	3,52%
Bundanl. v. 09/19	3,44%
Daimler AG NA O.N.	3,15%
Bundanl. v. 10/20	2,89%

Anteil Top 10 insgesamt

Anzahl der Positionen insgesamt

Kreditrating/Bonität (Datum: 31.05.2013)	Fonds (%)	Benchmark (%)	Differenz
	AAA (100%)	AAA (100%)	

Insgesamt

Durchschnittliches Langfrist-Rating

Marktrisiko (Datum: 31.05.2013)

Marktrisiko (Datum: 31.05.2013)	Fonds (%)	Benchmark (%)	Differenz
Deutschland	100%	100%	
Sonstiges			
Insgesamt	100%	100%	

Walser Portfolio German Select – TQR Ergebnisse

Ergebnis

Der Fonds Walser Portfolio German Select erzielte im TELOS-Quant Rating über 3 Jahre eine Wertung von 5 Diamanten. Weiterhin erzielte der Fonds über 5 Jahre eine Wertung von 5 Diamanten.





Erläuterung zum Rating

Die Bewertungsskala beim Telos Quant Rating reicht von 5 Diamanten (beste) bis 1 Diamanten (schlechteste). Dabei entsprechen 5 Sterne dem Quantil 80-100 (besten 20%), 4 Sterne dem Quantil 60-80, 3 Sterne dem Quantil 40-60 (Mitte), 2 Sterne dem Quantil 20-40, und 1 Stern dem Quantil 0-20 (schlechteste).

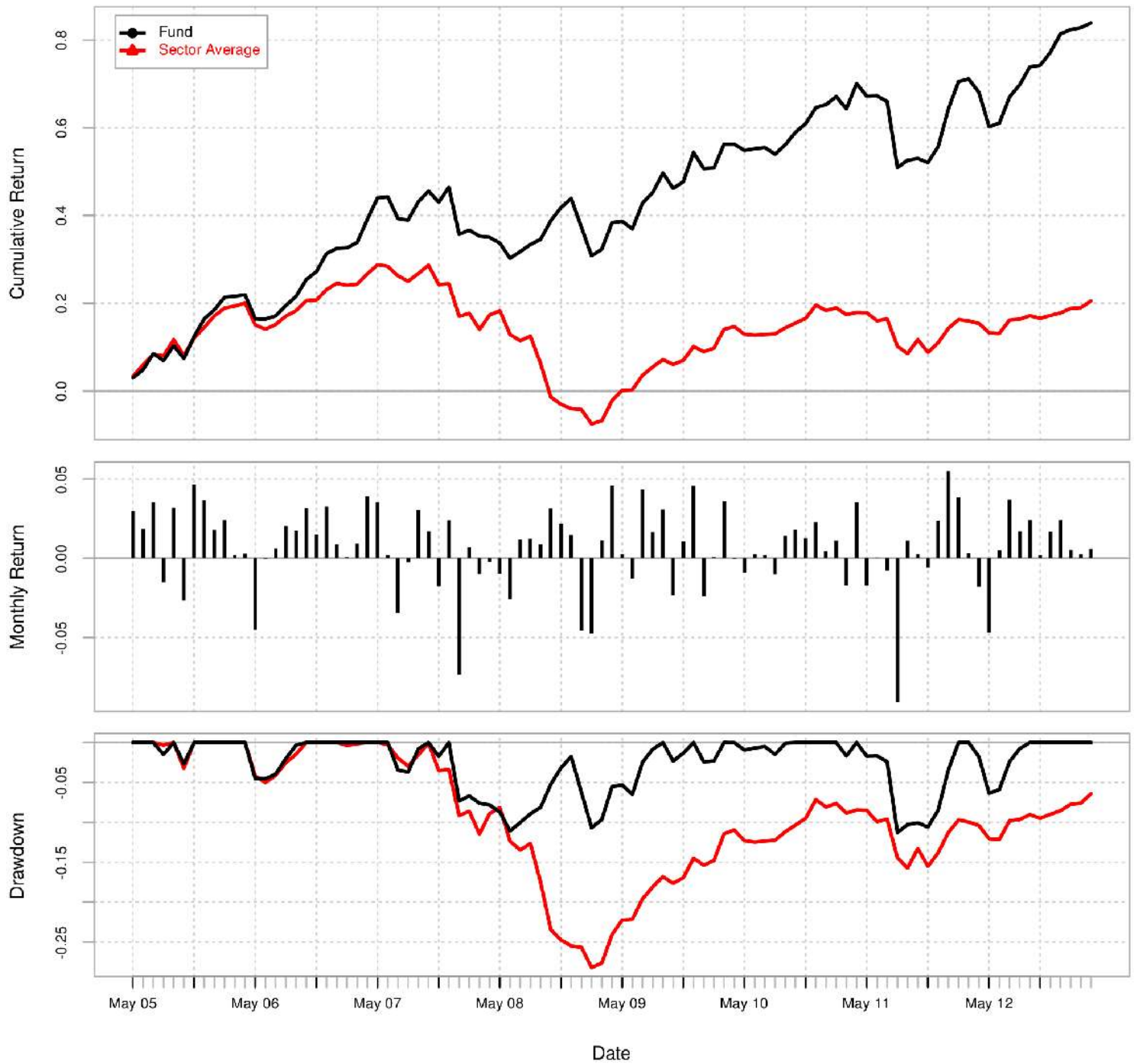
Das Quant Rating wird rein auf Grundlage der Performance Historie gegenüber der Peergroup bestimmt. Neben monatlichen, vierteljährlichen und jährlichen Renditen finden ebenfalls die Outperformance Wahrscheinlichkeit gegenüber dem Sektordurchschnitt, risikoadjustierte Performancemaße sowie diverse Risikomaße/ Information Ratio Eingang in die Analyse.

Walser Portfolio German Select

ISIN.Code	LU0181454132
Launch.Date	2004-01-02
Fund.Size.m.	227.6
Fund.Size.Date	2013-02-28
Initial.Charge	5
Annual.Charge	1.5
Yield	
Sector	GM Mixed Asset - Flexible
Fund.Type	Offshore Regulated
Asset.Class	Mixed Asset
TER	1.74
Fund.Benchmark	DAX Index (R)
Fund.Manager	Jürgen Jann, Andreas Knobloch
Fund.Manager.Since	2004-01-02
Start.of.data	2005-04-15
diamonds.3Y	
diamonds.5Y	

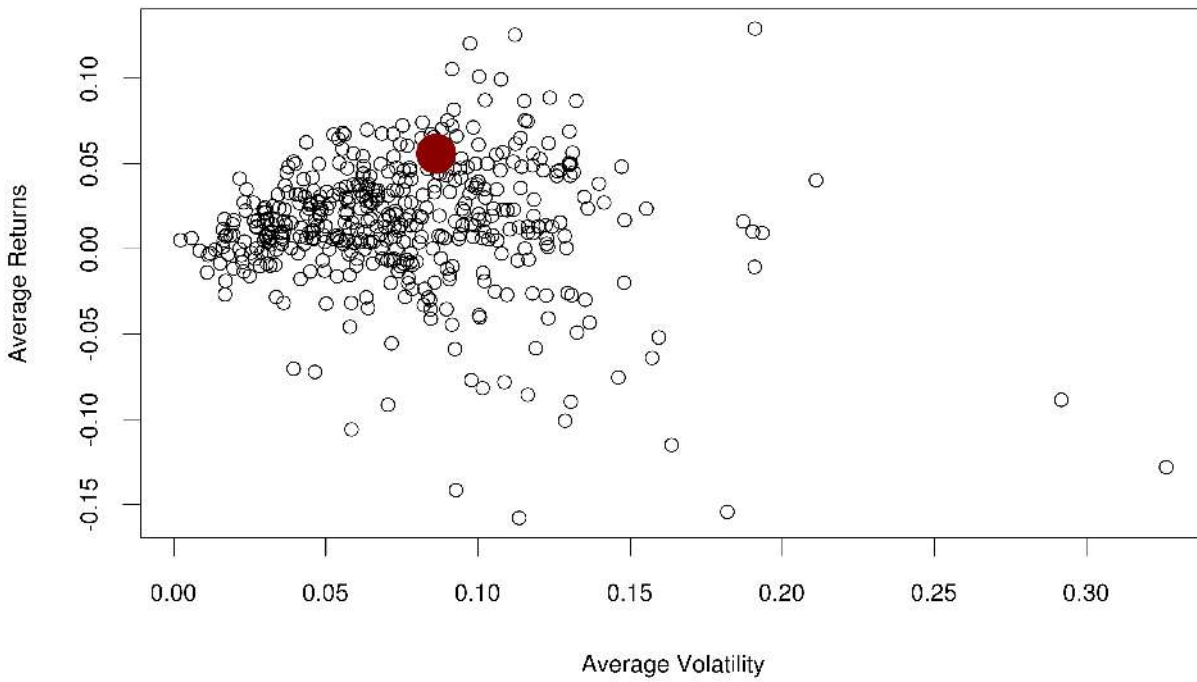
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Jan	-7.32	-4.56	-2.41	0.41	5.49	0.53
Feb	0.68	-4.74	0.10	1.11	3.85	0.24
Mar	-0.98	1.15	3.61	-1.68	0.33	0.60
Apr	-0.23	4.57	-0.02	3.52	-1.79	
May	-0.97	0.24	-0.91	-1.70	-4.65	
Jun	-2.59	-1.28	0.25	0.04	0.51	
Jul	1.19	4.33	0.18	-0.76	3.69	
Aug	1.21	1.66	-0.99	-9.07	1.68	
Sep	0.90	3.06	1.42	1.11	2.41	
Oct	3.14	-2.34	1.80	0.24	0.20	
Nov	2.17	1.05	1.26	-0.58	1.68	
Dec	1.45	4.54	2.27	2.37	2.40	
Fund	-1.76	7.32	6.60	-5.41	16.51	1.38
Sector Average	-22.87	14.75	8.59	-7.17	6.11	2.33

Fund Performance



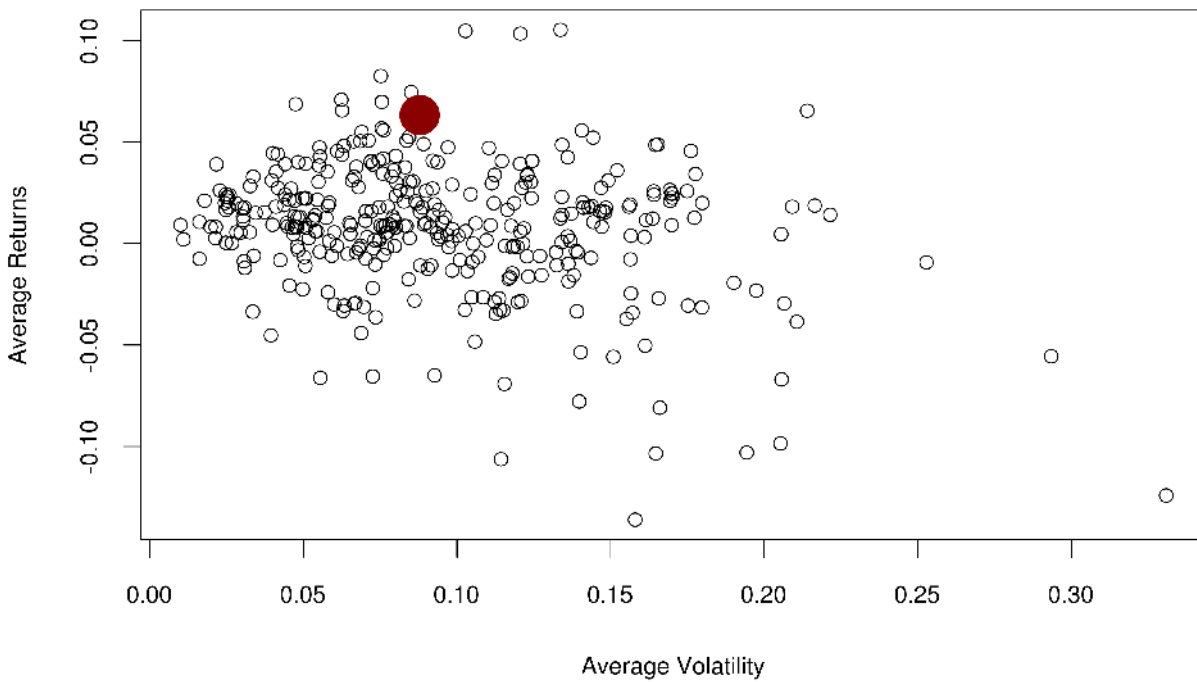
Performance Plot

Sector Comparison: 36 Months
Walser Portfolio German Select



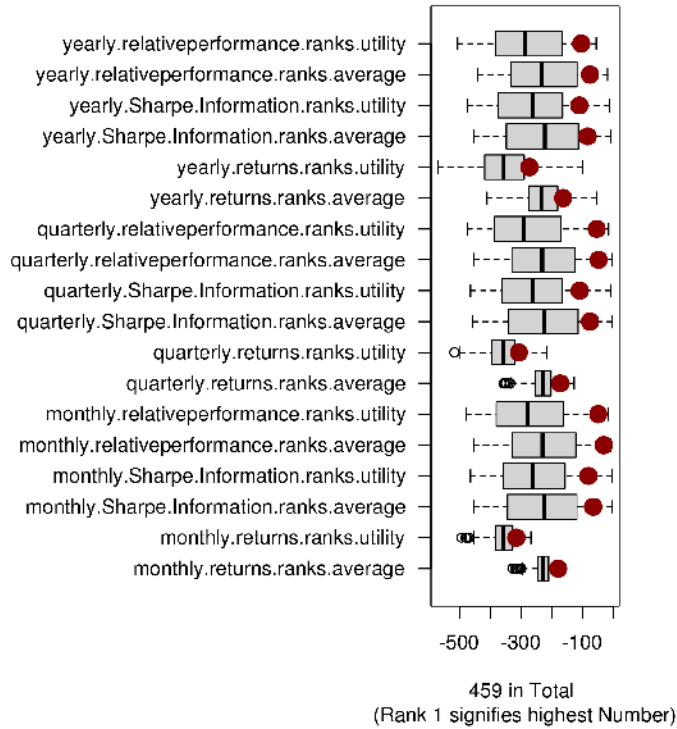
36 Monate Return-Risiko Sektorvergleich

Sector Comparison: 60 Months
Walser Portfolio German Select



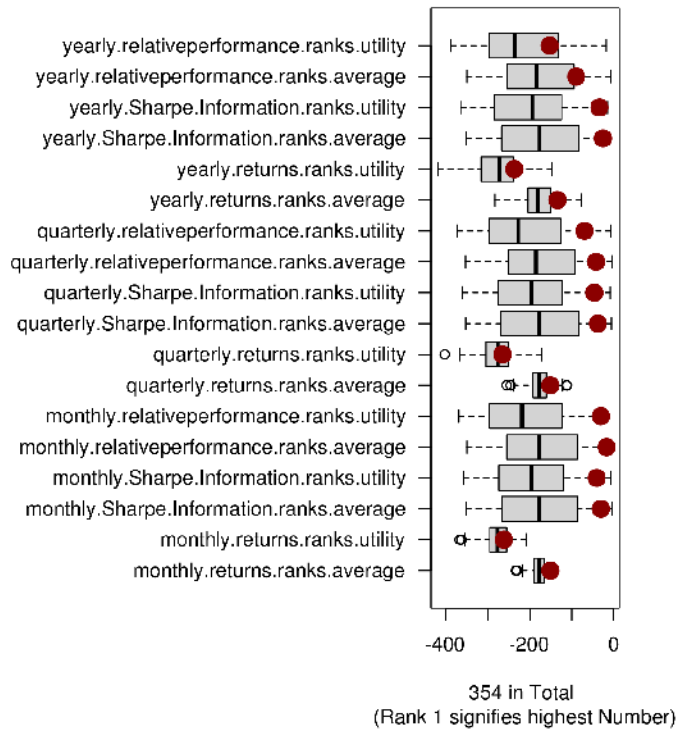
60 Monate Return-Risiko Sektorvergleich

Walser Portfolio German Select
Rank: 31 ; 3Y
(as per 2013-03-31)



36 Monate Rating Drilldown

Walser Portfolio German Select
Rank: 20 ; 5Y
(as per 2013-03-31)



60 Monate Rating Drilldown

Disclaimer

Alle Rechte vorbehalten. Dieses Kompendium beruht auf Fakten und Informationen, deren Quellen wir für zuverlässig halten, ohne jedoch deren Richtigkeit und/oder Vollständigkeit garantieren zu können. TELOS GmbH übernimmt keine Haftung für Verluste oder Schäden aufgrund von fehlerhaften Angaben oder vorgenommenen Wertungen. Weder die dargestellten Kennzahlen noch die bisherige Wertentwicklung ermöglichen eine Prognose für die Zukunft. Die in diesem Kompendium dargestellten Auswertungen stellen kein Angebot und keine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf dar.

Ihr Supermarkt für Exchange Traded Funds

Einfach den Index kaufen



- Nr. 1 in Europa nach Anzahl der angebotenen UCITS ETFs¹
- Breites Angebot an Aktien, Renten, Rohstoffen, Währungen und Hedge Fund UCITS ETFs

¹ Quelle: 20.06.2013 DB - ETF Research

www.dbxtrackers.com

Leistung aus Leidenschaft



© Deutsche Bank AG 2013 Stand: 20.06.2013. Bei der vorliegenden Anzeige handelt es sich um eine reine Werbemitteilung. Die in dieser Anzeige enthaltenen Angaben stellen keine Anlageberatung dar, sondern geben lediglich eine Zusammenfassung wesentlicher Merkmale des Teilfonds. Die vollständigen Angaben sind dem vollständigen Prospekt, dem jeweiligen letzten geprüften Jahresbericht und dem jeweiligen letzten Halbjahresbericht zu entnehmen. Der vollständige Prospekt stellt die allein verbindliche Grundlage des Kaufs der Teilfonds dar. Prospekt, wesentliche Anlegerinformationen, Satzung sowie der Jahres- und Halbjahresbericht können kostenlos bei der Deutsche Bank AG, TSS/Global Equity Services, Taunusanlage 12, 60325 Frankfurt am Main (Deutschland) oder unter www.dbxtrackers.com bezogen werden. Der eingetragene Geschäftssitz von db x-trackers (RCS-Nr.: B-119.899), einer in Luxemburg registrierten Gesellschaft, befindet sich unter der Anschrift 49, avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxemburg. Die in der Anzeige genannten Teilfonds dürfen weder innerhalb der USA noch an oder für Rechnung von US-Personen oder in den USA ansässige Personen zum Kauf angeboten oder an diese verkauft werden. db x-trackers® ist eine eingetragene Marke der Deutsche Bank AG. Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Deutsche Asset & Wealth Management ist der Markenname für die Asset Management & Wealth Management Geschäftsbereiche der Deutsche Bank AG und ihrer Tochtergesellschaften. Die jeweils verantwortlichen rechtlichen Einheiten, die Kunden Produkte oder Dienstleistungen der Deutsche Asset & Wealth Management anbieten, werden in den entsprechenden Verträgen, Verkaufsunterlagen oder sonstigen Produktinformationen benannt. Index Disclaimer: Die in dieser Anzeige genannten Teilfonds bilden jeweils die Wertentwicklung der in Ihrem Namen enthaltenen Indizes ab. Die Indizes sind eingetragene Marken der jeweiligen Lizenzgeber. Die in diesem Dokument genannten Teilfonds werden in keiner Weise von dem bzw. den Index-Sponsor(en) der hier aufgeführten Indizes gesponsert, empfohlen, verkauft oder beworben (mit Ausnahme der Deutsche Bank AG).