

# TELOS

## Kompendium

Publikation für institutionelle Investoren

## Equity Europe

Quant Rating

Dezember 2013



# Value-Spezialisten für Aktien und Anleihen

## Kreative Investment-Lösungen auf Basis nachgewiesener Strategien

Sparinvest ist eine international agierende Vermögensverwaltungsgesellschaft mit dänischen Wurzeln, die 1968 gegründet wurde. Dank unserer Unabhängigkeit können wir uns auf Investment-Strategien konzentrieren, deren langfristiger Erfolg wissenschaftlich belegt ist und die in der Vergangenheit bereits nachweislich überdurchschnittliche Ergebnisse erzielten. Diese Strategien bilden die Basis unserer sehr flexiblen Angebotspalette, die sich sowohl an institutionelle, als auch an private Kunden richtet.

Unsere Investment-Strategien:

- Value Aktien global
- Value Unternehmensanleihen global
- Staatsanleihen
- Factor Investing
- Strategische Asset Allokation
- Dänische Hypotheken-Anleihen

Unser Spezialgebiet ist das Value-Investing. Die Value-Strategie, die Benjamin Graham in den 1930er Jahren für Aktieninvestments entwickelt hat, setzen wir sowohl in Aktien- als auch in Unternehmensanleihen um.

In allen Strategien haben wir die ESG-Faktoren integriert und bieten zudem Fonds mit ethisch orientierten Filterprozessen an.

Unsere Strategien können auf die Bedürfnisse unserer Kunden individuell zugeschnitten werden – in Form von Mandaten, Fonds oder maßgeschneiderten Spezialfonds.



Detaillierte Informationen zu unseren Strategien und Produkten finden Sie unter [www.sparinvest.eu](http://www.sparinvest.eu) - oder besser noch: sprechen Sie direkt mit mir über Ihre Investment-Idee.

Christina Coustry  
*Regional Director*

Tel: +352 2627 4724 | [chc@sparinvest.eu](mailto:chc@sparinvest.eu) | [www.sparinvest.eu](http://www.sparinvest.eu)

Signatory of:



# Sparinvest

Sparinvest SICAV ist eine offene Investmentgesellschaft luxemburgischen Rechts. Vergangene Wertentwicklungen bieten keine Garantie für die künftige Entwicklung. Angelegte Gelder unterliegen einem Verlustrisiko. Zeichnungen dürfen nur auf Grundlage des aktuellen Verkaufsprospektes, der „Wesentlichen Informationen für Anleger“ sowie des aktuellen Rechenschaftsberichtes/Halbjahresberichtes erfolgen, die auf unserer Internetseite [sparinvest.eu](http://sparinvest.eu) oder kostenlos am Geschäftssitz der Gesellschaft oder bei den berechtigten Vertriebsstellen bzw. Repräsentanten erhältlich sind. Herausgeber: Sparinvest S.A., Luxemburg. Sparinvest behält sich Tippfehler, Berechnungsfehler und andere mögliche Fehler in diesen Unterlagen vor.

## Sehr geehrte Damen und Herren!

Es ist keine zwei Jahre her, als wir von dem engen Kreis der knapp 100 Investoren, mit denen TELOS besonders eng zusammenarbeitet, den Anstoß bekamen, einen Überblick über die gesamte Assetklasse Emerging Market Debt zu erstellen. Aus der sich hieraus entwickelten Bewertungsmethode des TELOS Quant Ratings (TQR) mit seinem Fokus auf der Bewertung nachhaltiger Erfolge auf absoluter Performanceebene, risikoadjustierten Betrachtungen und relativen Vergleichen innerhalb der Peergruppe über jeweils zahlreiche Unterintervalle einer Betrachtungsperiode ist in der kurzen Zeit ein weiteres gefestigtes Element im Leistungsspektrum von TELOS entstanden. Inzwischen wurden über 5000 Fonds in 24 Assetklassen bewertet. Wir möchten uns an dieser Stelle auch bei den Asset Managern dafür bedanken, dass sie durch die Aktualität ihrer Daten bei unseren Lieferanten der notwendigen Zeitreihen und Stammdaten, Financial Express, die Qualität unserer Untersuchungen unterstützen.

Diese vierte Auflage des TELOS Kompendiums setzt wie immer auf den Ergebnissen unseres Quant Ratings auf. Zusammen mit dem stets gewachsenen Fachbeitragsteil der betrachteten Assetklasse fungiert das TELOS Kompendium als die Entscheidungshilfe für Investoren, als die wir diese Publikationsreihe entwickelt haben.

Wie in der letzten Ausgabe schon von uns vermutet, haben uns die Signalgeber für die Wahl der Themen der Kompendien – die mit uns zusammenarbeitenden Investoren – das Segment Equity Europe angezeigt. Unverändert ist der Haupttreiber für die aktuelle Nachfrage in diesem Segment das aktuelle Niedrigzinsumfeld und die notwendige Suche nach Alternativen, ein Thema, dem wir uns auch auf dem Wiesbadener Investorentag 2014 widmen werden. Gepaart mit dem als attraktiv empfundenen Bewertungsniveau europäischer Aktien sind im laufenden IV. Quartal 2013 bereits erhebliche Volumina in diesen Markt geflossen. Ein Versiegen dieses Liquiditätsstroms ist aktuell nicht festzustellen, sodass wir von TELOS davon ausgehen, dass – ceteris paribus – in 2014

weitere Mandate, ob direkt oder über Consultants und Plattformen wie telosia, zu Aktieninvestments und speziell zu dem europäischen Markt vergeben werden dürften.

Das TELOS Kompendium Equity Europe soll hier bei der Ideen- und Entscheidungsfindung Hilfestellung leisten. Wir bedanken uns besonders bei allen Asset Managern, die mit ihren Fachbeiträgen wichtige Sichtweisen, Neuerungen und allgemeine Erkenntnisse zum Segment Equity Europe bereitgestellt haben.

Als eine wichtige Neuerung in dieser Ausgabe finden Sie zum ersten mal auch einen Sonderbeitragsteil. Mit diesem Element wollen wir, wenn es denn uns vom Markt als sinnvoll angezeigt wird, Themen erfassen, die nicht mit einer umfänglichen quantitativen Betrachtung erfasst werden können, aber dennoch im Fokus der Investoren stehen.

Mehrere Asset Manager haben in diesem Bereich nun zu den Themen Immobilienanlagen, Kreditfonds/Infrastruktur und Senior Secured Loans ihr fachliches Know how zur Verfügung gestellt und diese Segmente beleuchtet. Auch an diese Häuser richtet sich unser Dank.

Ihnen lieber Leser wünschen wir nun eine anregende Lektüre.

Ihr TELOS Team



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

Hinweis zum TELOS Quant Rating Equity Europe:

Insgesamt wurden 411 Fondsprodukte im 3 Jahreszeitraum und 342 Fonds im 5 Jahreszeitraum untersucht. Sie wurden jeweils in fünf gleichgroße Gütegruppen aufgeteilt, wobei die besten 20 % die maximale Bewertung von 5 Diamanten erhielten.

**Kontakt:****TELOS GmbH**

Kirchgasse 2  
D-65185 Wiesbaden

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

Web: [www.telos-rating.de](http://www.telos-rating.de)  
E-Mail: [info@telos-rating.de](mailto:info@telos-rating.de)

**Segment: Equity Europe****Die Top Five – Produkte im 3-Jahresbereich sind:**

1. Platz: JPM Europe Equity Plus A Acc EUR
2. Platz: T. Rowe Price European Equity I EUR
3. Platz: Comgest Growth Greater Europe Opportunities
4. Platz: Russell OW Europe Focus Equity P Acc EUR
5. Platz: Comgest Growth Mid Caps Europe

**Die Top Five – Produkte im 5-Jahresbereich sind:**

1. Platz: Allianz Europe Equity Growth CT EUR
2. Platz: Franklin European Growth A EUR
3. Platz: Main First Top European Ideas A
4. Platz: Allianz Wachstum Europa A EUR
5. Platz: MFS Meridian European Core Equity A1 EUR

## Inhaltsverzeichnis

|  |           |
|--|-----------|
| <b>Fachbeiträge.....</b>   | <b>8</b>  |
| Aberdeen - Finding the opportunities in European equities.....   | 9         |
| BlackRock - EUROPEAN EQUITY BAROMETER.....   | 12        |
| CAPITAL GROUP - Capital idea: Consider using economic exposure to map portfolios instead of country of domicile..... | 17        |
| Franklin Templeton - Auf erstklassige Unternehmen in Europa setzen.....  | 27        |
| Invesco - Low-Volatility-Ansatz für Aktien: Alphanpotenzial mit reduziertem Verlustrisiko.....                       | 31        |
| Investec - The state of play in European equities.....   | 40        |
| Lazard - Aktieninvestments als Inflationsschutz.....   | 47        |
| Metzler - Europäische Aktien: Chancen beim Stock-Picking von Wachstumsaktien mit Geschäftsfokus auf Europa.....      | 59        |
| MFS - UMSATZKONZEPT STATT SITZLANDKONZEPT.....   | 64        |
| Pioneer Investments – hohe Investmentkompetenz im Management europäischer Aktien-Strategien.....                     | 72        |
| <b>Fondsinformationen und TELOS Quant Ratings - Ergebnisse.....</b>  | <b>78</b> |
| Aberdeen Global European Equity Ex UK A2 EUR.....  | 79        |
| <i>Der Fondsmanager und sein Fonds.....</i>  | 80        |
| <i>Das besondere Know-how.....</i>   | 80        |
| <i>Investmentchancen im Segment.....</i>   | 81        |
| Aberdeen Global European Equity Ex UK A2 EUR (in €).....   | 83        |
| BlackRock Global Funds European Value A2 EUR.....  | 88        |
| <i>Ansprechpartner Retail.....</i>   | 88        |
| <i>Ansprechpartner institutionelles Geschäft.....</i>  | 88        |
| <i>Fondsmanager.....</i>   | 88        |
| <i>Der Fondsmanager und sein Fonds.....</i>  | 89        |
| <i>Das besondere Know-how.....</i>   | 90        |
| <i>Investmentchancen im Segment.....</i>   | 90        |
| BlackRock Global Funds European Value A2 EUR (in €).....   | 93        |
| Capital Group Capital International European Equity A4 EUR.....  | 98        |
| <i>Ansprechpartner Retail.....</i>   | 98        |
| <i>Ansprechpartner institutionelles Geschäft.....</i>  | 98        |
| <i>Fondsmanager.....</i>   | 98        |
| <i>Der Fondsmanager und sein Fonds.....</i>  | 99        |
| <i>Das besondere Know-how.....</i>   | 100       |
| <i>Investmentchancen im Segment.....</i>   | 101       |
| Capital Group Capital International European Equity A4 EUR (in €).....   | 103       |
| Comgest Growth Europe Acc.....   | 108       |
| <i>Ansprechpartner.....</i>  | 108       |
| <i>Fondsmanager.....</i>   | 108       |
| <i>Der Fondsmanager und sein Fonds.....</i>  | 109       |
| <i>Das besondere Know-how.....</i>   | 109       |
| <i>Investmentchancen im Segment.....</i>   | 110       |
| Comgest Growth Europe Acc (in €).....  | 112       |
| Deka EuropaSelect CF.....  | 117       |
| <i>Ansprechpartner institutionelles Geschäft.....</i>  | 117       |
| <i>Fondsmanager.....</i>   | 117       |
| <i>Der Fondsmanager und sein Fonds.....</i>  | 118       |
| <i>Das besondere Know-how.....</i>   | 120       |
| <i>Investmentchancen im Segment.....</i>   | 120       |
| Deka EuropaSelect CF (in €).....   | 123       |

|  |     |
|--|-----|
| <b>DNCA Invest Value Europe</b> .....                            | 128 |
| <i>Ansprechpartner Retail</i> .....                              | 128 |
| <i>Ansprechpartner institutionelles Geschäft</i> .....           | 128 |
| <i>Fondsmanager</i> .....  | 128 |
| <i>Der Fondsmanager und sein Fonds</i> .....                     | 129 |
| <i>Das besondere Know-how</i> .....                              | 129 |
| <i>Investmentchancen im Segment</i> .....                        | 130 |
| <b>DNCA Invest Value Europe (in €)</b> .....                     | 132 |
| <b>Franklin European Growth A EUR</b> .....                      | 137 |
| <i>Ansprechpartner Retail</i> .....                              | 137 |
| <i>Ansprechpartner institutionelles Geschäft</i> .....           | 137 |
| <i>Fondsmanager</i> .....  | 137 |
| <i>Der Fondsmanager und sein Fonds</i> .....                     | 138 |
| <i>Das besondere Know-how</i> .....                              | 140 |
| <i>Investmentchancen im Segment</i> .....                        | 140 |
| <b>Franklin European Growth A EUR (in €)</b> .....               | 143 |
| <b>GAM Star European Equity Acc EUR</b> .....                    | 148 |
| <i>Ansprechpartner Retail</i> .....                              | 148 |
| <i>Ansprechpartner institutionelles Geschäft</i> .....           | 148 |
| <i>Fondsmanager</i> .....  | 148 |
| <i>Der Fondsmanager und sein Fonds</i> .....                     | 149 |
| <i>Das besondere Know-how</i> .....                              | 149 |
| <i>Investmentchancen im Segment</i> .....                        | 150 |
| <b>GAM Star European Equity Acc EUR (in €)</b> .....             | 152 |
| <b>Invesco Pan European Structured Equity A</b> .....            | 157 |
| <i>Der Fondsmanager und sein Fonds</i> .....                     | 158 |
| <i>Das besondere Know-how</i> .....                              | 160 |
| <i>Investmentchancen im Segment</i> .....                        | 161 |
| <b>Invesco Pan European Structured Equity A (in €)</b> .....     | 163 |
| <b>Investec European Equity A Gr Inc USD</b> .....               | 168 |
| <i>Ansprechpartner Retail</i> .....                              | 168 |
| <i>Ansprechpartner institutionelles Geschäft</i> .....           | 168 |
| <i>Fondsmanager</i> .....  | 168 |
| <i>Der Fondsmanager und sein Fonds</i> .....                     | 169 |
| <i>Das besondere Know-how</i> .....                              | 170 |
| <i>Investmentchancen im Segment</i> .....                        | 170 |
| <b>Investec European Equity A Gr Inc USD (in €)</b> .....        | 173 |
| <b>Jupiter European Opportunities L Acc EUR</b> .....            | 178 |
| <i>Der Fondsmanager und sein Fonds</i> .....                     | 178 |
| <i>Das besondere Know-how</i> .....                              | 179 |
| <b>Jupiter European Opportunities L Acc EUR (in €)</b> .....     | 181 |
| <b>Lazard Global Active Pan European Equity EUR</b> .....        | 186 |
| <i>Ansprechpartner Retail</i> .....                              | 186 |
| <i>Ansprechpartner institutionelles Geschäft</i> .....           | 186 |
| <i>Fondsmanager</i> .....  | 186 |
| <i>Der Fondsmanager und sein Fonds</i> .....                     | 187 |
| <i>Das besondere Know-how</i> .....                              | 188 |
| <i>Investmentchancen im Segment</i> .....                        | 188 |
| <b>Lazard Global Active Pan European Equity EUR (in €)</b> ..... | 190 |
| <b>Metzler European Growth A</b> .....                           | 195 |
| <i>Ansprechpartner - Kundenbetreuung / Akquisition</i> .....     | 195 |
| <i>Fondsmanager</i> .....  | 195 |
| <i>Der Fondsmanager und sein Fonds</i> .....                     | 196 |

|  |            |
|--|------------|
| <i>Das besondere Know-how</i> .....  | 197        |
| <i>Investmentchancen im Segment</i> .....  | 197        |
| <b>Metzler European Growth A (in €)</b> .....  | <b>200</b> |
| <b>MFS Meridian European Core Equity A1 EUR</b> .....  | <b>205</b> |
| <i>Ansprechpartner Retail</i> .....  | 205        |
| <i>Ansprechpartner institutionelles Geschäft</i> .....   | 205        |
| <i>Fondsmanager</i> .....  | 205        |
| <i>Der Fondsmanager und sein Fonds</i> .....   | 206        |
| <i>Das besondere Know-how</i> .....  | 208        |
| <i>Investmentchancen im Segment</i> .....  | 209        |
| <b>MFS Meridian European Core Equity A1 EUR (in €)</b> .....   | <b>211</b> |
| <b>Pioneer Lux European Potential A Non Distributing EUR</b> .....   | <b>216</b> |
| <i>Der Fondsmanager und sein Fonds</i> .....   | 217        |
| <i>Das besondere Know-how</i> .....  | 217        |
| <i>Investmentchancen im Segment</i> .....  | 218        |
| <b>Pioneer Lux European Potential A Non Distributing EUR (in €)</b> .....  | <b>220</b> |
| <b>RAM (Lux) Systematic Funds European Equities B EUR</b> .....  | <b>225</b> |
| <i>Der Fondsmanager und sein Fonds</i> .....   | 226        |
| <i>Das besondere Know-how</i> .....  | 226        |
| <i>Investmentchancen im Segment</i> .....  | 226        |
| <b>RAM (Lux) Systematic Funds European Equities B EUR</b> .....  | <b>229</b> |
| <b>Sonderbeiträge: Immobilienanlagen, Kreditfonds/Infrastruktur, Senior Secured Loans</b> .....                                      | <b>234</b> |
| <i>Aberdeen - Wohnimmobilien als Assetklasse</i> .....   | 235        |
| <i>Deka - Kreditfonds – Eine neue Anlageklasse etabliert sich</i> .....  | 239        |
| <i>ING Investment Management - Senior Loans bieten stabile Erträge, Diversifikationsvorteile und Schutz vor Zinserhöhungen</i> ..... | 242        |
| <i>Invesco - Senior Secured Loans - Eine optimale Kombination</i> .....  | 248        |
| <b>Disclaimer</b> .....  | <b>253</b> |

# Fachbeiträge



## Aberdeen - Finding the opportunities in European equities

### They are more compelling than you might think

#### The macro picture

Stockmarkets have rallied in 2013. Many international indices have reached new highs. Global central bank easing has buoyed equity markets and added significant liquidity to financial markets, however this should not mask the underlying structural issues that remain within the developed world. A bungled bailout in Cyprus, banking bailout in Spain and political issues in Italy all served as a reminder that the Eurozone is in a precarious state. Volatility remains present throughout equity markets and is reflective of the economic uncertainty that remains. However, sentiment can be indiscriminate and throw up opportunities to trim or add to positions selectively. Signs of a weak growth outlook are not confined to Europe – growth in China, Brazil and India has been relatively weak. This somewhat sluggish picture is something we can't fix but what we can do is find companies with global franchises, solid business models, strong pricing power and robust balance sheets that are likely to prosper in times of growth.

#### Marked disparity in regional fortunes

Europe's advanced economies, including Germany and France are experiencing low levels of growth despite a small pick-up in future GDP forecasts. The weight and length of the peripheral crisis is hampering these economies. However, it should be remembered that these economies have, in the short term, a clearer future than their European counter parts in Spain and Italy. In contrast, the fiscal challenges and sovereign risks in the Eurozone periphery, created by high levels of debt, have meant Greece, Portugal and Ireland have needed bailing out by the EU and IMF. In response to the hazardous situation the European Central Bank (ECB) has acted to ease concerns by announcing an "unlimited" plan to buy European government bonds.

#### Signs of improvement

Domestic demand is slowly recovering while exports from Eurozone countries, boosted by recovering global private sector demand, are benefiting from the weaker euro. Although high, the unemployment rate is due to fall over the coming years. We remain cautious of the still difficult macroeconomic backdrop as well as the political calmness at the European level; however we are encouraged by tentative signs of economic growth in Europe. While stronger macroeconomic data will be met with concerns over the removal of stimulus, over the long term improving economies are good for European businesses.

## **Corporate balance sheets are in good shape**

European equities appear relatively cheap and valuations look reasonable in absolute terms. Concerns over the financial health of many of the region's nations persist with the legacy of the sovereign debt crisis causing many investors to ignore fundamental valuations. Valuations also remain anomalously low. Despite these considerations, P/E multiples on European equity markets remain significantly below those on US and global equity markets. Meanwhile, Pan-European dividend yields currently offer better value than bond yields, with many of these companies in better financial health than some sovereign states. European companies understand shareholder value and are now using their earnings to return value. Dividend yields are likely to grow in line with the development of each franchise with investors set to benefit from the continued expansion of good quality companies.

## **The importance of dividends**

Dividends act as a touchstone for the health of a company and encourage a disciplined and long-term approach to the management of a company. Given the scarcity of income at the moment, and the modest valuations which many companies now trade at, now is a particularly attractive time for equity income investment. Dividend yields look attractive absolutely and some selected dividend yields are near multi-year highs. Earnings forecast may be under some pressure but dividend prospects look capable of withstanding all but the most severe downturns.

## **Stock selection is vital**

For the foreseeable future the macro environment is still murky and a wide range of outcomes are possible with unknown probabilities. This is why we continue to concentrate on stock selection and follow our process that employs a bottom-up selection technique that we use to identify good quality, well managed companies. As our stocks have a global reach it also means that they are susceptible to global risks. The unknown effects of the level of unwinding the amount of quantitative easing issued by central banks and the anaemic economy in Europe are just two global events that could hamper developed economies, should either event spiral out of control. It is important that we keep on top of the austerity measures in place and really take stock of how these conditions will affect the companies we are invested in. That said, we feel a bottom-up approach is the best way to take advantage of the growth opportunities available, and to identify companies that will produce good performance, whatever the market conditions.

## **The reality is**

The current market volatility is a reflection of the economic uncertainty that remains. Europe is expected to remain in a prolonged period of low growth amid austerity and high unemployment. Although stabilised, the debt crisis is not over and the need for economic and fiscal reform remains. Financial markets are likely to continue to be volatile due to the political risk and concerns over growth that shrouds Europe.

Overall, we know Europe is home to world class companies with global exposure that currently trade at attractive valuations. Couple this with signs of a tentative economic recovery and a sell-off in emerging markets, and what we are witnessing is the re-allocation of investors capital into pan-European equity funds. That said, we are not using capital inflows as a measure for the future of Europe.

**What we are doing**

Instead, as bottom up stock-pickers, we remain focussed on finding good quality companies that are global in nature, but well placed to benefit from a recovery in earnings. One only has to look at Europe's status as a global manufacturing and technological powerhouse and realise that finding the right companies through disciplined research can be rewarding. Making smart investments is what differentiates a good investor from an average investor and this is why removing the market noise and focussing on company fundamentals is so imperative at a time when markets continue to behave in a volatile manner.

For further information please contact:

**Retail**

Thomas Body  
Head of Business Development Wholesale,  
Germany & Austria  
Tel. +49 (0)69 768072-311  
[thomas.body@aberdeen-asset.com](mailto:thomas.body@aberdeen-asset.com)

**Institutional investors**

Peter Dombeck  
Head of Business Development Institutional,  
Germany & Austria  
Tel. +49 (0)69 768072-312  
[peter.dombeck@aberdeen-asset.com](mailto:peter.dombeck@aberdeen-asset.com)

or refer to: **[www.aberdeen-asset.de](http://www.aberdeen-asset.de)**

# BLACKROCK

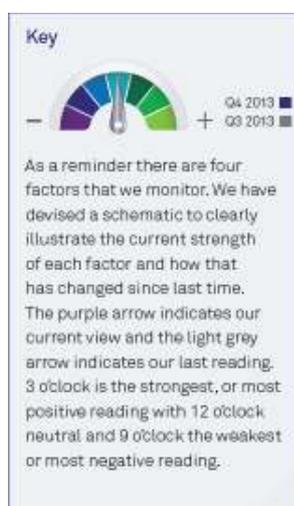
## BlackRock - EUROPEAN EQUITY BAROMETER

### Q4 Outlook 2013

**Q3 in review – strong gains for European equities as evidence of an anticipated domestic economic recovery began to materialise, at least in business surveys and lead indicators.**



**NIGEL BOLTON**  
Head of the BlackRock  
European Equity Team



The upbeat mood we have seen for much of the past year again prevailed over the quarter, with the MSCI Europe Index gaining 9.1%. Tellingly, even stronger gains were recorded on the 'periphery', with Greece up by 28%, Spain climbing 21% and Italy advancing 15%. Both July and September saw gains of around 5% for Europe, although August saw them fall by -0.6% as global equity markets paused for breath.

The European equity market has continued to re-rate from the depressed levels of mid-2012, despite a set of broadly underwhelming corporate earnings results seen in the second quarter. Instead, investors looked forward to a much-anticipated domestic recovery having endured years of structural reform and a double-dip recession. Although this recovery is not yet fully evident among Europe's companies, lead indicators for the industrial economy, including Purchasing Manager's Indices and the German IFO survey, improved markedly, as did consumer confidence across the eurozone. The UK economy also showed strong signs of improvement, especially in its services sector. This led to a search for investment opportunities in companies with a higher exposure to domestic Europe.

'Value' investing outperformed 'Growth', as automobiles & parts and basic resources led the market gains. There was also a noticeable reversal of momentum, as less loved sectors such as telecoms outperformed at the expense of more 'favoured' counterparts such as food & beverages. Political risk again reared its head as Silvio Berlusconi threatened to topple the Italian government in order to avoid his own expulsion, but having seen months (and even years) of such political manoeuvring the Italian bond yield hardly moved and investors looked instead to Angela Merkel's success in the German elections as a sign of stability. Abroad, the debate around the tapering of monetary support for the US economy continued to dominate the headlines, with Ben Bernanke ultimately delaying the 'tapering'

decision. Political tensions in Syria and surprisingly positive data from China also contributed to commodities reporting their best performance since the beginning of the year.

### Macroeconomic Outlook – prospects for domestic Europe improving:



We have seen early signs of improvement in Europe's economic prospects over the third quarter. The impact of a prolonged period of austerity and reform (the eurozone did not go down the wholesale QE route) is beginning to make an impact and the outlook for domestic Europe appears better than it has been since we emerged from double-dip recession at the end of 2011. Lead indicators for both the industrial and consumer economies in domestic Europe are signalling an improvement, and even key parts of peripheral Europe are showing signs of increased competitiveness: Spanish net exports, for example, have moved positive as a % of GDP for the first time in over a decade. As we mentioned in the previous update, the fiscal drag in the eurozone is set to ease, with 2014 seeing very little impact on growth prospects – quite a change from 2012, when fiscal austerity dragged on the bloc's GDP by as much as 1.5%. However, although positive, we expect these developments will likely lead to growth of less than 1% next year in the Eurozone.

While momentum in Europe is improving, the US economy remains solid and Ben Bernanke's decision to delay QE 'tapering' indicated the determination of the Federal Reserve to ensure the US is on a very solid growth trajectory before support is withdrawn. Emerging markets, however, remain mixed: while economic momentum in China is beginning to improve, structural issues in key economies such as India and Brazil remain and those emerging market economies that have benefited from foreign capital inflows during a period of unprecedented central bank support in the US have begun to show their vulnerability to the removal of QE, as indicated by the collapse of the Indonesian rupee during August. The recent uncertainty in Washington has been resolved for now, at least until year end. Both of these issues warrant further monitoring, and we must stay vigilant especially with regard to further potential repercussions of QE withdrawal.

The political outlook for Europe has also improved during the third quarter, especially following the vitally important German elections held in September. Angela Merkel's surprisingly strong victory provides continuity for the region and much-needed reassurance following the disastrous Italian election results in March. It was also notable that 'Alternative fuer Deutschland', the dissenting voice to the 'pro-eurozone' consensus in Germany, did not gather enough votes to gain a seat in the country's parliament. Sovereign bond yields in the periphery have remained solid and, taking the prominent examples of Spain and Italy, at structurally lower levels than we saw during 2012. We now enter a period of relative quiet for the election schedule, at least among the larger European economies, providing what we hope to be (but clearly cannot guarantee) a relatively quiet political backdrop to the European recovery.

Overall, the prospects for the global economy remain solid, with most forecasters expecting growth in the region of 3% for 2014. Given the substantial exposure of European companies to global growth, and taking into account the potential for improvement in domestic Europe, we remain positive on the macroeconomic backdrop for European equities.

## Corporate earnings outlook – signs of improvement for Q4:



While European equities have continued to see strong gains during the third quarter, it is clear that thus far the market has re-rated without much support from corporate earnings. We expect third-quarter earnings to be broadly underwhelming, but the focus may be on company outlook statements to confirm the positive signs we have seen in lead indicators. Instead, we anticipate stronger earnings recovery for the fourth quarter of this year and into 2014. For example, the recent improvement in Euro-area manufacturing PMI new orders provides a strong signal of earnings improvement, and is currently indicative of a change from -2% at present to +10-12% EPS growth for Europe over the next year.

Our recent poll of market strategists indicates that top-down forecasters expect around 10% EPS growth for 2014, although some strategists are at the lower end of this (closer to 5%) . Given the positive momentum we have seen in Europe, we should expect this pick-up in earnings momentum to come from the more cyclically-exposed areas of the market where forecast error has the potential to be higher than average. However, further sharp FX movements across regions, leading to relative Euro strength, could weigh on the growth outlook for corporate earnings.

Finally, European company balance sheets ex financials are relatively strong and we expect companies to begin to invest for growth once more. Indeed, net business investment to GDP is at a 20-year low in Europe and recent surveys of corporate intentions to invest are picking up. An increase in investment could further propel the momentum of growth in Europe.

## Valuation – Europe remains relatively cheap:



Despite the market gains, European equities remain cheap when compared with other asset classes. European equities are currently trading at a 25-30% discount to the US – whereas the long-term range is between 10 and 20%. When compared with bonds, both on a dividend yield and an earnings yield basis, European equities remain very cheap, indicating that the rotation away from fixed income has only just begun.

Relative to their own history, the European market trades in-line with its long-term average on a 12-month forward price-to-earnings basis, but following a period of declining corporate earnings and in anticipation of a return to earnings growth in 2014 we would expect this to over-shoot the long-term average. Perhaps most interestingly, value companies remain cheap when compared with defensives and value has only just begun to outperform growth following a prolonged period of underperformance. In light of this, there is further potential for selected domestic cyclicals to continue to re-rate in an improving economic environment for Europe, although we are mindful that certain parts of Europe (especially the periphery) have already seen material re-ratings since August 2012.

Finally, Europe continues to offer one of the highest dividend yields in the developed world at around 3.5% – which is appreciably above investment-grade bonds in Europe as well as the MSCI World Index (which are closer to 2.5%). There is also a relatively high level of excess cash on European corporate balance sheets, leading to further potential for special dividends and buy-backs. When combined with good prospects for high single digit dividend growth, we continue to believe European equities can offer attractive income potential over the long term.

**Positioning – strong global interest in Europe:**

The movement back into European equities that began in the summer of 2012 gathered further momentum during the third quarter of this year, supported by relative weakness in emerging market momentum and cheap valuations relative to other regions and asset classes. Anecdotally, here at BlackRock we have begun to see more interest from international clients, including those in the US and Asia, in recent months and we now believe that the long-standing stigma attached to Europe is largely in the past. Interestingly, we have also seen a change in leadership in European equities, with domestically-focused businesses outperforming their more emerging market-focused counterparts. This signals that European equities are not only attractive, but that gaining exposure to parts of the European economy itself is desirable on a global basis. We expect this trend to continue, with some measures of broad-based flows indicating that just 9% of the total outflows from European equity funds since 2010 have returned over the past six months.

**Summary:**

The outlook for European equities has improved on the whole when compared with last quarter. We now have clear early indication of economic recovery in Europe, increasing business and consumer confidence, a relatively stable scenario with regard to sovereign debt sustainability in the periphery and a relatively stable political environment ahead of us. Although disappointing third-quarter earnings could lead to a short-term pause, we expect equity markets in Europe to continue to progress as positive momentum in earnings, cheap valuations when compared with other asset classes and investor flows provide strong tailwinds for the market as a whole. It's worth noting that there is risk surrounding this scenario, and at this stage the recovery in Europe is only tentative; any significant disappointment would no doubt see a re-basement downwards of expectations by a relatively bullish investor community. We are also cognisant of the impact of further FX movements (especially Euro strength); this has had a significant impact on earnings in some sectors in Europe in 2013 and may drag on expectations moving into next year. But, for now our base case is that Europe does improve and the value-led rally continues.

## About BlackRock's European Equity team

The European Equity team manages over €24 billion in European equities<sup>1</sup>. The team is headed by Nigel Bolton who has over 28 years of experience, and consists of 16 other investment professionals who are dedicated to finding the best ideas across the European equity universe. The team's rigorous fundamental research utilises BlackRock's vast global resources to deliver the best stock ideas into concentrated portfolios designed to maximise alpha for an appropriate level of risk.

Unless otherwise specified, all information contained in this document is sourced by BlackRock and is current as at 30 September 2013

This material is for distribution to Professional Clients (as defined by the FCA Rules) and should not be relied upon by any other persons. UK: Issued by BlackRock Investment Management (UK) Limited, authorised and regulated by the Financial Conduct Authority. Registered office: 12 Throgmorton Avenue, London, EC2N 2DL. Tel: 020 7743 3000. Registered in England No. 2020394. For your protection telephone calls are usually recorded. BlackRock is a trading name of BlackRock Investment Management (UK) Limited. Switzerland: Issued in Switzerland by the representative office BlackRock Asset Management Schweiz AG, Bahnhofstrasse 39, Postfach 2118 CH-8022 Zürich from where the Company's Prospectus, Key Investor Information Document, Articles of Association, Annual Report and Interim Report are available free of charge. Paying Agent in Switzerland is JPMorgan Chase Bank, National Association, Columbus, Zurich Branch Switzerland, Dreikönigstrasse 21, CH-8002 Zurich. Austria: For further information, the prospectus, Key Investor Information Document, annual report and semi-annual report can be obtained free of charge in hardcopy form from the Austrian paying agent: Raiffeisen Zentralbank Österreich AG, A-1030 Vienna, Am Stadtpark 9. Netherlands: Issued in the Netherlands by the Amsterdam branch office of BlackRock Investment Management (UK) Limited: Amstelplein 1, 1096 HA Amsterdam, Tel: 020 - 549 5200. MEA: This information can be distributed in and from the DIFC by BlackRock Advisors (UK) Limited – Dubai Branch which is regulated by the Dubai Financial Services Authority ('DFSA') and is only directed at 'Professional Clients' and no other person should rely upon the information contained within it. Neither the DFSA or any other authority or regulator located in the GCC or MENA region has approved this information. This information and associated materials have been provided to you at your express request, and for your exclusive use. This document is not intended for distribution to, or use by, any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution would be unlawful under the securities laws of such. Any distribution, by whatever means, of this document and related material to persons other than those referred to above is strictly prohibited. South Africa: Please be advised that BlackRock Investment Management (UK) Limited is an authorised financial services provider with the South African Financial Services Board, FSP No. 43288. Past performance is not a guide to future performance. The value of investments and the income from them can fall as well as rise and is not guaranteed. You may not get back the amount originally invested. Changes in the rates of exchange between currencies may cause the value of investments to diminish or increase. Fluctuation may be particularly marked in the case of a higher volatility fund and the value of an investment may fall suddenly and substantially. Levels and basis of taxation may change from time to time. Any research in this document has been procured and may have been acted on by BlackRock for its own purpose. The results of such research are being made available only incidentally. The views expressed do not constitute investment or any other advice and are subject to change. They do not necessarily reflect the views of any company in the BlackRock Group or any part thereof and no assurances are made as to their accuracy. This document is for information purposes only and does not constitute an offer or invitation to anyone to invest in any BlackRock funds and has not been prepared in connection with any such offer. The opinions expressed are as of 30 September 2013 and may change as subsequent conditions vary. The information and opinions contained in this material are derived from proprietary and non-proprietary sources deemed by BlackRock to be reliable, are not necessarily all inclusive and are not guaranteed as to accuracy. There is no guarantee that any forecasts made will come to pass. Any investments named within this material may not necessarily be held in any accounts managed by BlackRock. Reliance upon information in this material is at the sole discretion of the reader. Past performance is no guarantee of future results. Reference to the names of each company mentioned in this communications is merely for explaining the investment strategy, and should not be construed as investment advice or investment recommendation of those companies. © 2013 BlackRock, Inc. All Rights reserved. BLACKROCK, BLACKROCK SOLUTIONS, iSHARES, SO WHAT DO I DO WITH MY MONEY, INVESTING FOR A NEW WORLD and BUILT FOR THESE TIMES are registered and unregistered trademarks of BlackRock, Inc. or its subsidiaries in the United States and elsewhere. All other trademarks are those of their respective owners. (Splash/220391/Oct13)

## FOR MORE INFORMATION

**Tel:** Int. +44 (0)20 7743 3300  
**Email:** [investor.services@blackrock.com](mailto:investor.services@blackrock.com)  
**Website:** [blackrockinternational.com](http://blackrockinternational.com)

**Tel:** UK 08457 405 405  
**Email:** [broker.services@blackrock.co.uk](mailto:broker.services@blackrock.co.uk)  
**Website:** [blackrock.co.uk](http://blackrock.co.uk)

**Tel:** Int. +31 (0) 20 5495 200  
**Email:** [benelux@blackrock.com](mailto:benelux@blackrock.com)  
**Website:** [blackrock.nl](http://blackrock.nl)

---

<sup>1</sup> BlackRock, as at 30 September 2013



## **CAPITAL GROUP - Capital idea: Consider using economic exposure to map portfolios instead of country of domicile**

In an integrated world economy, traditional investment approaches that define geographic mandates based on a company's country of domicile are becoming less relevant. Most large- and mid-sized companies have some combination of customers, suppliers and production lines in multiple countries. The country in which a company is incorporated or has its headquarters provides little information about its potential success or future stock price. Thus, the domicile approach to measuring geographic exposures — one of the primary building blocks of asset allocation — increasingly is disconnected from the fundamentals that drive companies and portfolios.

Looking at companies' and portfolios' economic exposure, using revenues as a proxy, provides better information than country of domicile. For investors who build and analyse investment programmes, measuring economic exposure should be part of a broader toolkit. It will help them better understand the opportunities and risks embedded in portfolios and build investment programmes aligned with participants' objectives.

### **Globalisation has blurred geographic boundaries for investors**

When Capital Group began investing outside the US in the 1960s, it was among the first asset managers to do so. A group of portfolio managers working in our Geneva office soon realised that clients needed a way to know if we were doing a good job, so they began compiling data about the investible universe of companies outside the US. This led to the creation of the Capital International (CI) indices, which later became the MSCI indices. Most market indices and investors today still follow the approach that we helped establish nearly 50 years ago: companies, and thus indices and portfolios, are defined by where the company headquarters are located, or their country of domicile.

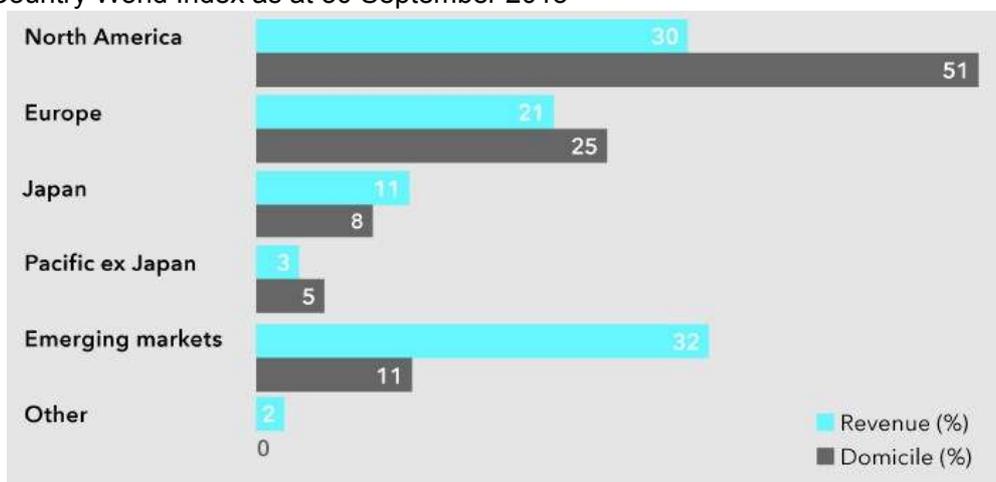
We at Capital believe the domicile approach has become far less useful in recent years. Globalisation has had an enormous impact. The economic world today is structured differently than it was just two decades ago. Free trade agreements, the European Union and its common currency, economic reforms and the rise of a middle class in Asia, Latin America and parts of Africa has allowed companies to compete for customers, labour, capital and natural resources on a global basis. Average tariffs have declined from 26% in 1986 to 8% in 2010. Exports as a percentage of GDP have grown to almost a third of global activity, compared to 20% in 1994 and 15% in 1973. Economies are more closely linked than at any time in history.

**The MSCI All Country World Index through the revenue lens**

A look at the MSCI All Country World Index — the broadest global equity index, comprising 2,500 companies — shows that, while emerging markets represent only 11% of the investible universe on a market capitalisation basis by country of domicile, they account for a whopping 32% by economic exposure, or a third of all global demand. The data matches the phenomenon that our analysts have observed on the ground: about a third of demand for all companies globally is coming from these fast-growing developing economies in aggregate. It is also important to note that although North America accounts for 51% of the MSCI ACWI index by market cap, it accounts for only 30% of revenues. Finally, Europe represents 25% of the market index by geography, but it accounts for 21% of companies’ revenues. Given that many European nations are among the world’s oldest industrialised economies and are well integrated into the global economy, it makes sense that the region’s markets and economy are globally well integrated.

**The MSCI All Country World Index looks radically different when viewed through the revenue lens**

MSCI All Country World Index as at 30 September 2013



MSCI Inc. is listed on the NYSE and is not affiliated with Capital Group. MSCI and EAFE and other MSCI brands and product names are the trademarks, servicemarks or registered trademarks of MSCI Inc. or its subsidiaries in the US and other jurisdictions. Source: MSCI

The same phenomenon applies to companies. Once the purview of select multinational companies like General Electric, Coca-Cola and Unilever, a global model has become the norm for many large- and mid-sized corporations. US and European companies derive almost half their sales from outside their own borders. Thus, the domicile approach to measuring and thinking about geographic exposures — one of the primary building blocks of asset allocation — arguably is less relevant and increasingly disconnected from the fundamentals that drive companies and portfolios.

**We believe that revenues are the best measure of economic exposure**

We believe an alternative way to look at portfolios is to consider economic exposure. A company has exposure to other economies in many ways: its asset base, cost base, suppliers, and most importantly, its end customers. All of these variables are important because they are key inputs in the fundamental analysis of a company. After looking at various measurement tools, for purposes of aggregate portfolio analysis, we found that revenues provide the best available measure of a company’s current and prospective business opportunities.

***CAPITAL GROUP - Capital idea: Consider using economic exposure to map portfolios instead of country of domicile***  
***Equity Europe***

(See discussion on page 25 on the case for revenues.)

We realise that for many decades, a company's country of domicile had a large influence on that security's returns. Starting in the late 1990s, industry- and company-specific factors began to have a far greater influence on a security's price than the country of domicile, studies show.\* In smaller markets, including several emerging markets, the country of domicile still continues to be a factor in the total return of securities. Studies show that macroeconomic policies and foreign investor sentiment often play important roles in these economies. Yet, even in these markets, a company's country of domicile is becoming a less important factor with each passing year as policies become more predictable, business cycles become smoother, exports grow to be a greater portion of many companies' revenues and domestic investors play a bigger role than they have historically.

Another important factor to consider is that home bias, or the inclination to invest a greater proportion of assets in one's home country, remains strong among most investors around the world. Even among many large pension plan sponsors, a greater portion of assets remains invested in their home countries. For one, it avoids currency risk; for another, it is more familiar territory.

### **Broadening the toolkit to include economic exposure**

We do not expect that investors entirely discard portfolio analysis by country of domicile or sector. But we do believe that they should consider loosening the traditional boundaries on mandates that are based solely on a company's country of domicile. In 2012, for example, it may have been more pertinent for an investor to ascertain how much exposure the portfolio had to the European consumer rather than the level of investment in Europe-based companies. Similarly, figuring out a portfolio's exposure to consumer demand in China and India may be more useful than understanding its investments in China-based companies. Understanding economic exposure will allow investors to look at companies that are benefiting from the rapid growth of the middle class in developing economies, or the development of new technologies and health care solutions, regardless of where the companies are domiciled. This approach also addresses other important questions: are traditional country funds or sector funds appropriate? Or does it make more sense to invest in broad mandates that are defined by their investment objective or investment themes?

Tools to measure economic exposure by region and country are starting to become available. MSCI has begun to systematically construct and provide data series based on economic exposure. We believe it is the best-constructed data set currently available to analyse portfolios and market indices based on economic exposure. We have started to use the MSCI data series in analysing our portfolios. Without such tools, investors focused solely on analysis based on country of domicile risk overlooking investments in companies that are well positioned to benefit from potential growth opportunities in the fast-growing developing economies or, for that matter, firms that may be too exposed to certain economies, creating unintended imbalances in portfolios.

### **Fundamental analysis remains as the foundation**

Portfolio construction at Capital Group is done one company at a time. When our analysts research companies, they look at all the aspects of the firm. Revenues are one component of a multilayered fundamental analysis that includes not just the financial metrics but the company's management, position in the industry, product lines, cost structures and the competitive landscape, among other factors. The guiding principle is whether the company can maintain or grow earnings over the medium- to long term and hence deliver value to shareholders via capital appreciation, dividend growth, or both.

\*Global Equity Allocation: Analysis of Issues Related to Geographic Allocation of Equities. MSCI, March 2012.

For the purposes of defining the parameters of a strategy or understanding a portfolio's real exposures and risks, we believe that analysis of a portfolio's economic exposure should be an integral part of a broader toolkit. Revenue-based analysis, although somewhat of a blunt instrument, nevertheless provides another important component of portfolio analysis that traditional domicile-based methodologies do not capture.

In this paper, we examine the broad MSCI All Country World Index and some of its subsets. We also analyse a few of our funds by economic exposure to illustrate the information that revenue analysis can provide.

So, in summary, we believe that:

- Investors should be flexible and think outside the traditional asset allocation framework defined by country of domicile and style boxes as these parameters are increasingly becoming less relevant in a globalised world.
- Economic exposure, or revenue-based analysis, is a much better tool for understanding the risks and opportunities embedded in portfolios than country of domicile.
- Broad mandates such as global equity, or those defined by objectives such as capital appreciation or dividend growth, provide a superior framework for defining portfolios and as the building blocks of an asset allocation programme. These types of mandates are less constrained by the domicile approach to investing.

## Investing by economic exposure: implications for investors



**Rob Lovelace, portfolio manager**

Over time, we have learned that country of domicile is a less effective way of measuring a portfolio's exposure. Sometimes people ask me to explore establishing a fund invested in those US companies that do business abroad. "Why take the risks of investing internationally when I can get, say, 40% exposure to non-US revenues by investing in US-based companies?" they ask. The straightforward answer, for one, would be that the decision-making and the outcome are not aligned.

For an investor who would invest only in the US, there are areas of the markets, such as European luxury goods makers or luxury auto companies, which have an opportunity globally that is not tapped by US companies. Similarly, several of the largest pharmaceutical and mining companies are not domiciled in the US.

If you look at potential investments in the fast-growing developing economies, some of the best opportunities are in branded consumer goods companies, technology companies and health care companies. Yet, all three of those industries are heavily under-represented among companies listed in the emerging markets index. Why wouldn't you want to invest in the best company wherever it happens to be based? Why would you use country of domicile as a filter for determining what to invest in?

One of the other questions about investing in global markets surrounds corporate governance. In my view, there is risk in investing in US companies from a regulatory or accounting standpoint as well. There are also very high quality companies outside the US that are audited by the best firms, and we view them as quite safe investments.

### Implications of using a revenue-based approach

1. Changes in company reporting of financial data
2. Screens used to define mandates
3. Move toward objective-based investing

In my opinion, there are three main implications of shifting away from a traditional approach based on country of domicile. One, we need to think about changing how companies report financial data. That may be the easiest one. Reporting on a revenue basis is one obvious way to do it. But currently companies do not report with enough detail for us to consistently do this. My hunch is that pressure will be put on companies by investors and accounting professionals, and we will begin to get better reports, which will give us better data — but it will be a multi-year process. We did it on our own, but it took a lot of time and effort. You may see dual reporting for a while: we will report in the traditional context of country of domicile, and in this new way. But my belief is that, a decade from now, we will have developed more sophisticated ways to get at this.

The second implication would be regarding the screens we use to define mandates. What is a US fund or a US mandate? I would suggest that we need to rethink this.

Third, this is going to push the industry toward more objective-based investing. In other words, what investment themes are we trying to get at? Are we focusing on dividends, growth of dividends, income, or some aspect of economic change? I think that is going to begin to swing the pendulum back toward objective-based investing after a long move toward geography-based investing.

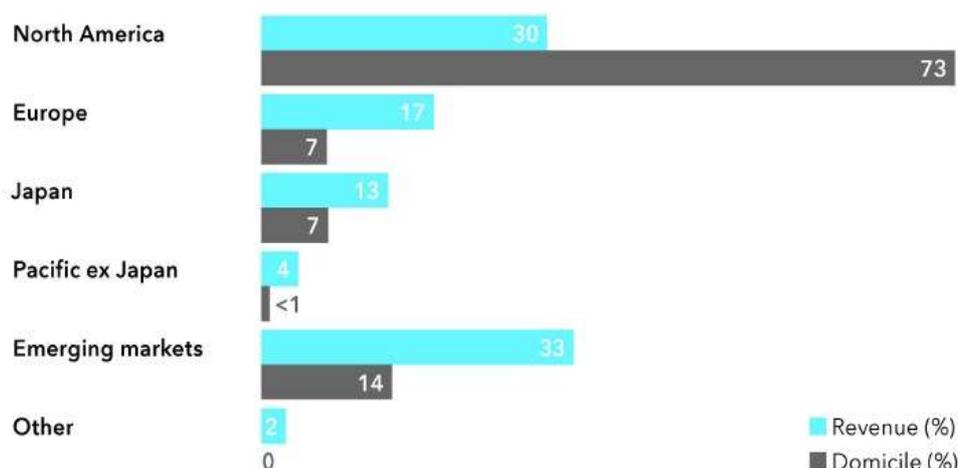
## A look at market indices and portfolios through the revenue lens

### The technology sector

The technology sector provides valuable information. The chart below shows that, as represented in the MSCI ACWI Information Technology Index, 73% of the market capitalisation of technology companies is in North America on the basis of domicile, but only about 30% of their revenues come from there. Developing economies account for a third of the global demand for technology products and services. All of it may not be end-consumer demand, since a majority of the manufacturing of technology products happens in Asia, and some of the revenues are of intermediate products such as semiconductor chips. But these intermediate products also represent important sources of revenue for several technology giants such as Samsung, Intel and Qualcomm.

### North America accounts for a lower percentage of demand for technology products compared to its representation in the MSCI ACWI Information Technology Index

MSCI ACWI Information Technology Index as at 30 September 2013

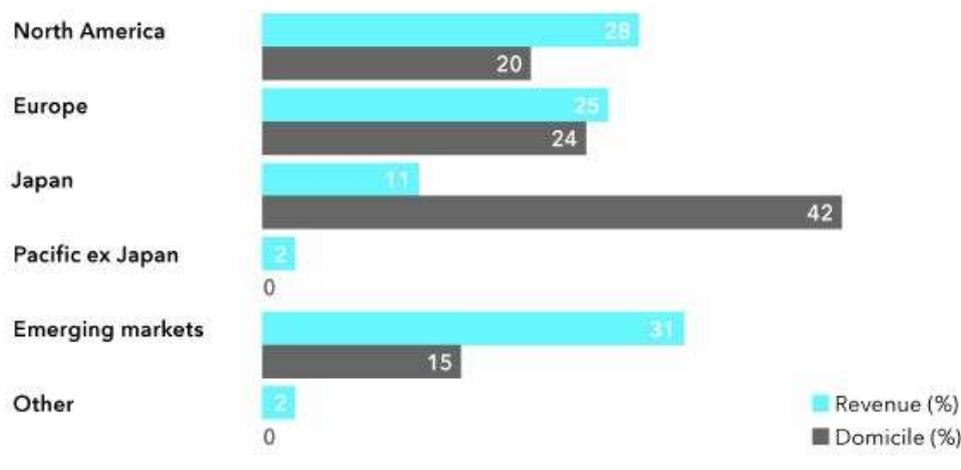


### Automobiles

Data on the automobile and components industry confirm what we know anecdotally and from the sales figures of the major automakers and their suppliers. The Japanese represent a large part of the country's stock market and more than 40% of the global auto industry's market capitalisation. However, 15% of global auto and component revenues come from Japan. The emerging markets, meanwhile, don't have a very big auto industry but account for 31% of global demand for automobiles and components.

**Emerging markets account for nearly a third of global demand for autos and components**

MSCI ACWI Automobiles & Components Index as at 30 September 2013



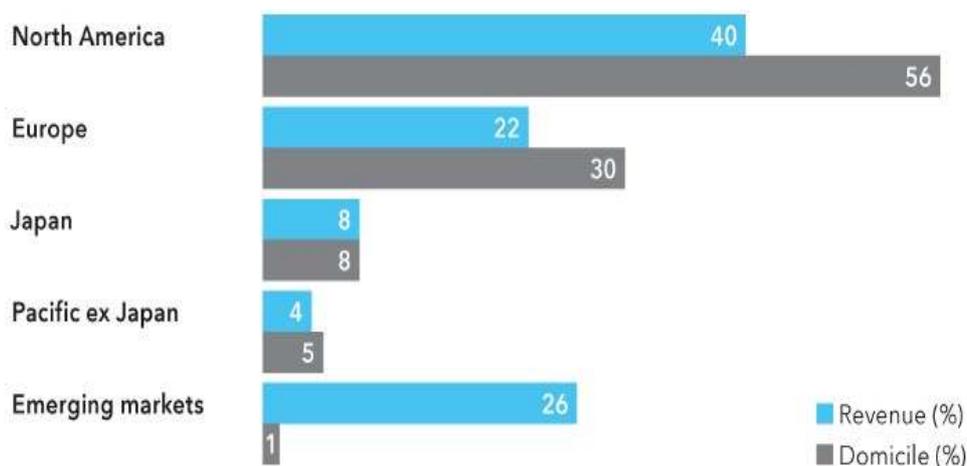
Source: MSCI

**Global Equity – a natural tilt to faster-growing economies**

Our global equity strategy has a 26% exposure to the emerging markets by revenue but only a 1% exposure by company domicile. Many of the investments are in developed market companies that derive a large part of their sales from growing emerging market consumption. These include companies in the luxury goods, financial services, food and beverage, automobile and pharmaceutical industries.

**Our global equity strategy has much more exposure to emerging markets by revenue than by domicile**

Global Equity as at 31 August 2013



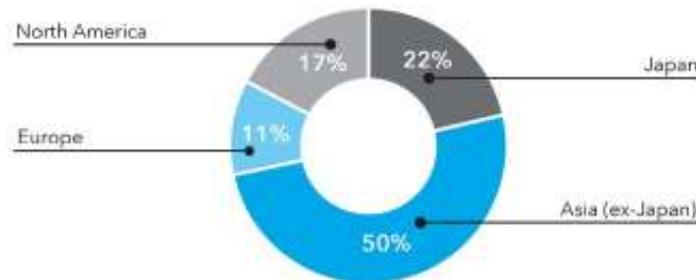
Capital International Global Equity fund. Data as at 30 August 2013. Source: Capital Group/MSCI.

**Security example – Fanuc**

Economic exposure analysed at the security level is also important. Here we use Fanuc as an example. A Japanese factory automation provider, Fanuc was instrumental in creating Japan’s efficient high-tech manufacturing capabilities through greater use of its robotics. In the last decade, the company has been targeting growth in China and other emerging markets as they move up the manufacturing value chain.

**Today, sales outside Japan total 78% for Fanuc, a Japanese robotics maker. Understanding the demand dynamics of each market is essential**

Fanuc’s economic exposure by country as at 31 March 2013



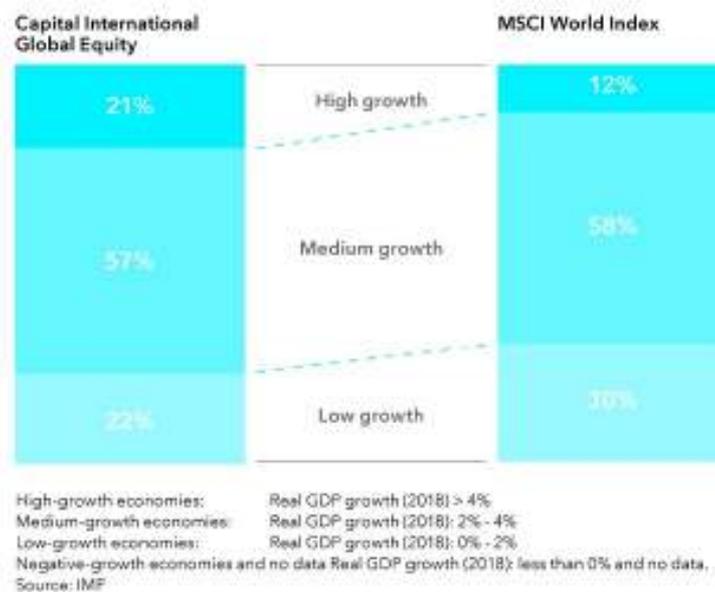
Notes: The analysis for the portfolio excludes cash (and fixed income securities if applicable) and the percentages are rebalanced to 100% for both the portfolio and benchmark to be comparable. The source for this data is MSCI and Capital Group. This information has been provided solely for informational purposes and is not an offer, or a solicitation of an offer, or a recommendation to buy or sell any security or instrument listed herein. Source: Bloomberg.

**Exposure to high growth countries**

We have assessed the revenue exposure in our portfolios by high-, medium- and low-growth countries as measured by GDP. Our global equity strategy has a natural tilt toward the world’s fast-growing countries.

**Our global equity strategy has much more exposure to medium- and high-growth companies compared to the index**

Economic exposure of the portfolio by GDP



**CAPITAL GROUP - Capital idea: Consider using economic exposure to map portfolios instead of country of domicile**

*Equity Europe*

## Creating a portfolio with a deliberate bias to faster-growing economies

We will shortly be launching a fund in Europe - based on a strategy we have been running for over a decade in the US - which benefits from this new geography of investing and identifies stocks in the fastest-growing parts of the world, regardless of where they are domiciled. By employing this approach, the fund will aim to deliver emerging market equity-like returns with developed market equity-like volatility.

## Notes on methodology

### How we decided to use revenue-based economic exposure as an analytical tool

About three years ago, when we began looking at portfolios by economic exposure for the purpose of portfolio analysis, we searched for third-party providers of this type of data and found that none existed. As a result, we decided to map out a broad investible market index by this measure to gauge the information that it would provide. We also used the data set to analyse our own portfolios.

After some analysis, we determined that for companies that provided a revenue breakdown by region but not by country, the best proxy is per capita GDP growth. For example, say a company reported that 15% of its revenues came from Asia, but further country-level revenue data was not available. In such cases, we approximated revenue at the country level using per capita GDP. Since income levels generally drive demand, we believe that per capita GDP provides a reasonable proxy.

Once we began this, we also checked with index provider MSCI and with a couple of the large brokerage houses. We found that they were taking a similar approach in analysing economic exposure. Comparing data, we found that we produced remarkably similar numbers; largely because they took the same approach that we did — i.e. considered revenues to determine the economic exposure of a company, and used per capita GDP as a proxy for revenue when the data was not available at the more detailed country level.

For this paper, we have used the data set compiled by MSCI.

The breakdown of our funds, by country of domicile and by revenue, was done using only publicly traded holdings. Additionally, the analysis excludes cash (and fixed income securities if applicable) and the percentages presented have all been rebalanced back to 100% for the funds and indices to be comparable.

### Revenues as the right metric for measuring economic exposure

Compiling, mapping and analysing portfolio exposures using revenues poses some challenges, beginning with corporate financial disclosure. Companies provide their financial statements with varying levels of granularity: while some provide net earnings or operating profits by region, many report only revenues.

There are also variations in reporting conventions from an accounting perspective. For instance, mining companies book revenue at the mine site rather than the end market to which the commodity is shipped. Financial companies may choose to book revenues in countries that have a better tax advantage. Regional revenue reporting may capture intermediate steps in a production line. For example, Apple may purchase iPad parts in Malaysia and then ship them to China for manufacturing. Some of the inter-mediate supply chain may be captured as end demand in Asia, even though the final product is shipped to and sold in the US.

While not perfect, revenues can be a good proxy for where companies do business. While few companies disclose where they source profits, most break down their revenues by region or country in their financial statements. Moreover, unlike profits or assets, the definition and composition of revenue

---

***CAPITAL GROUP - Capital idea: Consider using economic exposure to map portfolios instead of country of domicile  
Equity Europe***

is more consistent around the world, making comparisons easier.

A lot of information can be gleaned by looking at economic exposure through the revenue lens. For instance, in the past three years, it was important to know the extent of a portfolio's exposure to Europe's sharply decelerating economy, and less important to know what percentage of the portfolio was invested in companies domiciled in Europe. In 2012, companies with exposure to the US benefited from strong consumer demand. Similarly, the penchant for luxury goods remained high in China despite the brief slowdown in that country's economic growth.

On a more fundamental level of analysis, products like high-end cars and luxury items can maintain and even expand profit margins in the developing economies due to the cachet of their brands. Other products such as electronics, drugs and household items may have to be sold at lower margins to gain market share in countries such as China and India. This is valuable information when assessing the cyclicity of a portfolio's exposure based on revenues.

The statements expressed herein are opinions of the individuals identified, are as of the date published, and do not reflect the opinions of Capital Group or its affiliates. Any reproduction, modification, distribution, transmission or republication of the content, in part or in full, is prohibited.

Capital Group manages equity assets through three investment groups. These groups make investment and proxy voting decisions independently.

Fixed-income investment professionals provide fixed income research and investment management across the Capital organisation; however, for securities with equity characteristics, they act solely on behalf of one of the three equity investment groups.

This communication is issued by Capital International Limited (authorised and regulated by the UK Financial Conduct Authority). This communication is intended for professional investors only and should not be relied upon by retail investors. While Capital Group uses reasonable efforts to obtain information from sources which it believes to be reliable, Capital Group makes no representation or warranty as to the accuracy, reliability or completeness of the information. This communication is not intended to be comprehensive or to provide investment, tax or other advice.

© 2013 Capital International Limited. All rights reserved.



## Franklin Templeton - Auf erstklassige Unternehmen in Europa setzen

Ein Beitrag von Michael Clements, Franklin Equity Group, Franklin Templeton Investments

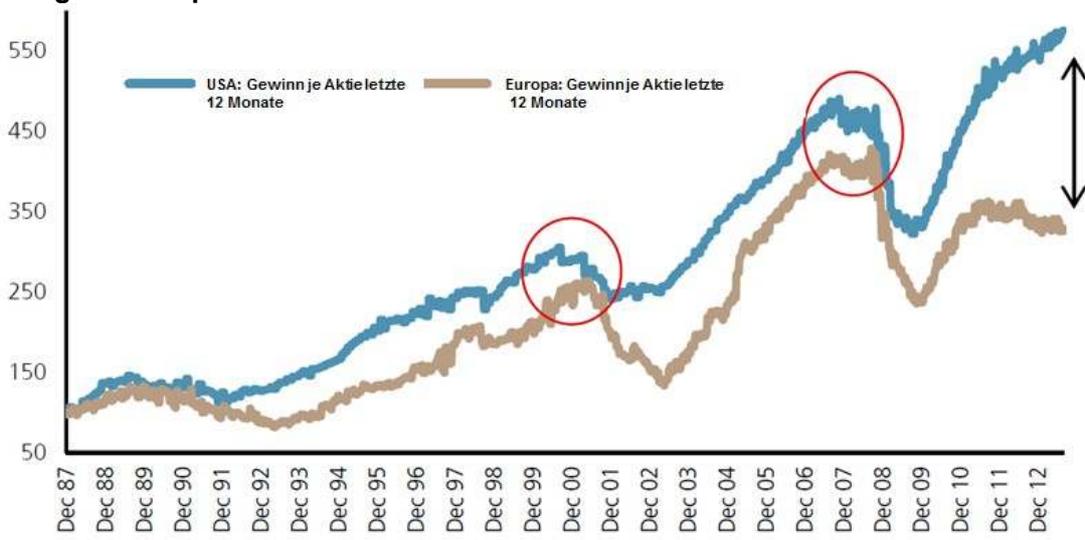


**Michael Clements, Portfoliomanager**

Europas Comeback läuft bereits auch am Aktienmarkt. Viele Investoren mögen sich jetzt die Frage stellen, ob die Party schon längst kurz vor ihrem Höhepunkt steht. Aber in Gesprächen mit Fondsselektoren hören wir oft, dass sie gerade erst dabei sind, ihre Positionen in europäischen Aktien aufzubauen. Viele US-Investoren suchen derzeit ebenfalls nach Einstiegsmöglichkeiten in Europa. Wir dürften also noch einige Mittelzuflüsse nach Europa sehen.

Europäische Unternehmen bieten unseres Erachtens nach wie vor viele nennenswerte Vorteile. Europäische Aktien sind zum Beispiel im Vergleich zu US-Werten nach wie vor attraktiv bewertet und verfügen über ein beträchtliches Aufwärtspotenzial.

### Erträge in Europa so weit hinter US-Werten wie nie



Quelle: UBS, Thomson Datastream

Außerdem sind viele europäische Firmen in Schlüsselsektoren weltmarktführend. Ihre Tendenz zur Kostensenkung in Krisenzeiten dürfte daher nun in steigende Gewinne und Effizienzsteigerungen münden. Auch niedrige Zinsen und die verhaltene Inflation kommen ihnen sicherlich zugute. Ferner sind europäische Unternehmen, die einen Großteil ihrer Umsätze global generieren, von Euro-Schwankungen nicht so beeinträchtigt wie andere. Viele europäische globale Exportunternehmen profitieren derzeit von einem schwächeren Euro.

Sicher können sich Investoren noch gut an Zeiten erinnern, als Europa von einer Krise in die nächste zu schlitern schien: von der Intervention des portugiesischen Präsidenten Cavaco Silva zur Sicherung des Rettungspakets für sein Land bis zu neuerlichen Anzeichen für weitere wirtschaftliche Probleme in Italien, dessen Länderbonität von einer großen Ratingagentur herabgesetzt wurde. Doch trotz dieser Negativ-Schlagzeilen schnitten europäische Aktien im Vergleich zu globalen Aktien in den letzten 12 Monaten deutlich besser ab.

### **Der Investmentprozess**

Der Investmentprozess im Franklin Equity Team beginnt mit der Identifizierung von Growth-Unternehmen mit starken Marktpositionen, Nischenprodukten bzw. hohen Erträgen. Die Auswahl einzelner Aktien spielt beim Management die absolute Hauptrolle. Die geografische Struktur ist lediglich das Ergebnis der Aktienausswahl.

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

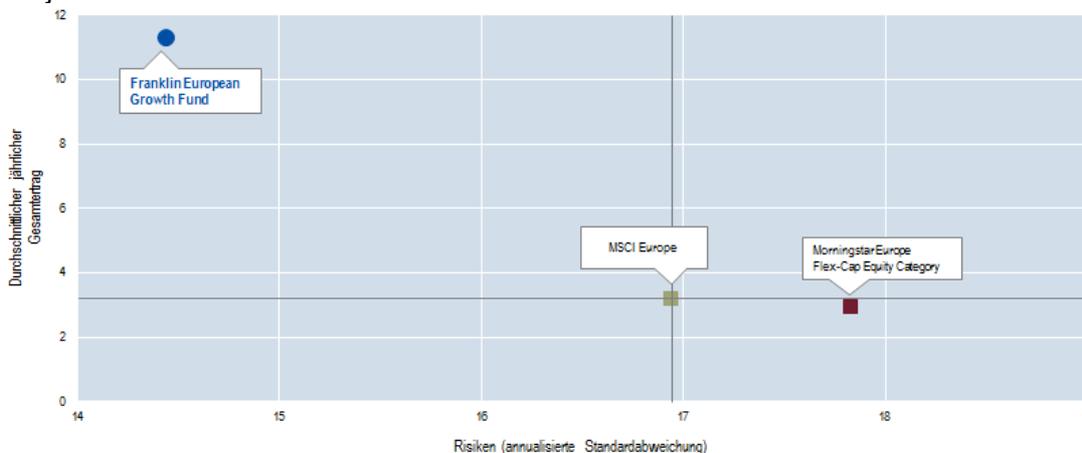
- **Wettbewerbsvorteil:** ein klarer Wettbewerbsvorteil, der es einem Unternehmen potenziell ermöglicht einen Konjunkturzyklus zu überleben und in seinem Verlauf zu gedeihen.
- **Qualität:** solide Bilanzen und freie Cashflows, unterstützt von einem auf die Generierung von Shareholder Value ausgerichteten Managementteam.
- **Bewertung:** der Anlageprozess verfügt über kompromisslose Bewertungsanalysen zur Selektion von Unternehmen, die das Team für attraktiv bewertet hält.

Die Analysten widmen die meiste Zeit der Suche nach neuen Gelegenheiten im gesamten Anlageuniversum, sowie der intensiven Beobachtung von Unternehmen, die uns bereits gehören. Sie verbringen in der Regel vier bis acht Wochen mit der genauen Untersuchung eines Unternehmens, sowie dessen Branche und Mitbewerber. Die Identifikation von Unternehmen, die zu attraktiven Preisen gehandelt werden und unseren Investmentkriterien entsprechen, durch die Analysten, sowie die Beobachtung der Konkurrenz, Zulieferer und Branchen wird durch quantitative und qualitative Ressourcen unterstützt.

Im Verhältnis zu Benchmark und Vergleichsgruppe erzielte der Franklin European Growth Fund auf diese Weise höhere Erträge bei niedrigeren Risiken.

## Franklin European Growth Fund\* / MSCI Europe Index und Morningstar Peer Group, annualisiertes Risiko-Ertrags-Verhältnis.

Fünffjahreszeitraum bis 30. Juni 2013 in Euro



© 2013 Morningstar, Inc. Alle Rechte vorbehalten. Die hierin enthaltenen Informationen: (1) sind Eigentum von Morningstar und/oder dessen Content-Providern; (2) dürfen nicht kopiert oder verteilt werden; und (3) beinhalten keinerlei Garantie für ihre Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität. Weder Morningstar noch dessen Content-Provider sind für etwaige Schäden oder Verluste verantwortlich, die aus irgendeiner Verwendung dieser Informationen entstehen. Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist keine Garantie für künftige Ergebnisse. Quelle: MSCI. MSCI gibt keine ausdrücklichen oder stillschweigenden Gewährleistungen oder Zusicherungen und übernimmt keinerlei Haftung für hierin enthaltene MSCI-Daten. MSCI-Daten dürfen nicht weitergegeben oder als Grundlage für andere Indizes oder Wertpapiere oder Finanzprodukte herangezogen werden. Dieser Bericht wurde von MSCI weder genehmigt noch geprüft oder erstellt.

\*Ein Teilfonds der Franklin Templeton Investment Funds (FTIF), eine in Luxemburg registrierte SICAV.

### Mehr Alpha dank konzentrierter Portfolios

Unser Ziel ist die Generierung von Alpha über mehrere Konjunkturzyklen hinweg durch Konzentration auf unterbewertete hochwertige und finanzstarke Unternehmen mit überschaubaren Abwärtsrisiken.

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 Investmenterfolges 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 Länder-auflistungen 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

Investoren, 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.

Franklin Templeton bietet Investoren einen alternativen Ansatz. Unsere konzentrierte 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](mailto:institutional@franklintempleton.de).



## **Invesco - Low-Volatility-Ansatz für Aktien: Alphanpotenzial mit reduziertem Verlustrisiko**

Der Blick auf die Aktienmarktentwicklung der vergangenen Dekade zeigt, dass dieser Zeitraum von starken Kursschwankungen und hoher Unsicherheit geprägt war. Zu vielen Zeitpunkten waren fundamentale Bewertungskriterien für Aktien vollständig ausgehebelt und Kursbewegungen wurden primär von makroökonomischen sowie marktpsychologischen Faktoren ausgelöst.

Am aktuellen Rand spricht vieles dafür, dass die globale Wirtschaft – infolge zahlreicher konjunktureller Stimulationsprogramme und einer global konzertierten expansiven Geldpolitik – in einem „Recovery Mode“ angekommen ist. Obwohl die weltweiten Aktienmärkte diese Erholungstendenz mitgetragen haben, ist das Vertrauen in Aktienmärkte verhalten und die Angst vor erneuten Kursrückgängen latent hoch.

Trotz der Angst vor Kursrückgängen an den Finanzmärkten besteht für Investoren jedoch weiterhin der Anspruch auf nachhaltig angemessene Renditen, was notwendige Anlageentscheidungen der Investoren maßgeblich prägt. Mehr denn je gilt es für Investoren – trotz widriger Markumstände – chancenreiche Investmentansätze zu identifizieren.

„ Das Wort Krise setzt sich im Chinesischen aus zwei Schriftzeichen zusammen. Das eine bedeutet Gefahr und das andere Gelegenheit“.

John F. Kennedy, 12. April 1959

Zu den wichtigsten Erkenntnissen der vergangenen Krisen zählen, dass Marktzyklen sich verkürzt haben und eine hohe Volatilität das Bild an den Aktienmärkten auch zukünftig prägen dürfte. Da sich die Marktvolatilität durch den einzelnen Investor nicht beeinflussen lässt, muss mit umsichtigen Investitionsentscheidungen darauf reagiert werden.

Vor dem Hintergrund einer negativen Realrendite risikofreier Anlagen gilt es für ertragsorientierte Investoren attraktive Aktienstrategien zu identifizieren, die Investoren am Kursaufschwung beteiligen, jedoch gleichzeitig einen funktionierenden Schutz bei Kursabschwüngen bieten. Aus unserer Sicht erfüllen insbesondere Low-Volatility-Strategien diese Kriterien.

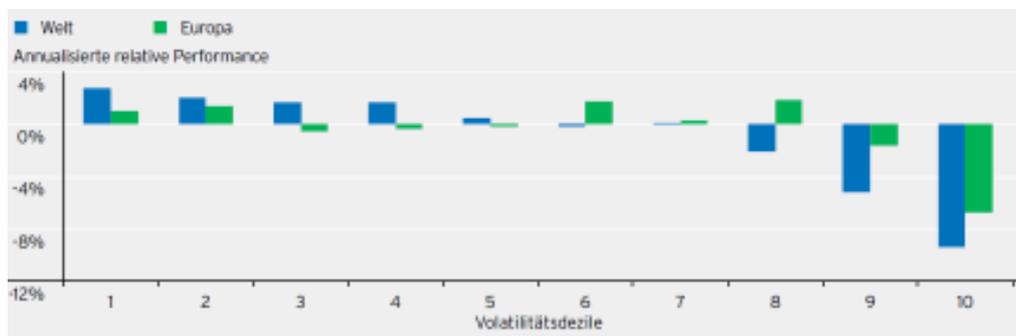
Low-Volatility-Strategien investieren in Aktien, die weniger stark schwanken als der Gesamtmarkt. Eine Überraschende Erkenntnis wissenschaftlicher Untersuchungen ist, dass entgegen dem Axiom der Finanztheorie, dass Investoren für eingegangene Risiken belohnt werden, sich niedrigvolatile Aktien besser als volatilere Aktien entwickeln können.

Ziel einer Low-Volatility-Strategie ist es also, sich über einen vollständigen Zyklus besser als der Gesamtmarkt (Index) zu entwickeln, während zur gleichen Zeit das Portfoliorisiko unter dem des Gesamtmarktes liegt. Dabei wird ein asymmetrisches Risikoprofil angestrebt, das sich durch eine schwächere Teilnahme an Kursrückgängen bei gleichzeitiger Teilnahme an Aufwärtsbewegungen auszeichnet.

## Moderne Portfoliotheorie: Systematisches Profitieren von Volatilitätsanomalien

Abgeleitet aus der von Markowitz und Sharpe maßgeblich geprägten traditionellen Portfoliotheorie gilt das Diktum, dass je höher das Risiko eines Wertpapiers ist, desto höher demnach auch die erwartete Rendite (und umgekehrt) sei. Interessanterweise zeigen empirische Untersuchungen für unterschiedliche internationale Aktienmärkte ein davon abweichendes Bild<sup>1</sup>. Diese als Volatilitätsanomalie bezeichnete Erkenntnis beschreibt, dass sich der von Markowitz postulierte positive Zusammenhang zwischen Risiko und Rendite in der empirischen Betrachtung umkehren kann: Aktien mit den niedrigsten Schwankungsbreiten können über längere Zeiträume die höheren Ergebnisse aufweisen (Abb. 1).

Abb. 1: Mehrertrag gruppiert nach (historischer) Volatilität



Quelle: Invesco Research, Dezember 1996 bis Dezember 2012, Dezil 1 bildet die 10% Aktien mit der niedrigsten Volatilität ab, Dezil 10 bildet die 10% Aktien mit der höchsten Volatilität ab. Die Grafik dient nur der Illustration.

Wissenschaftliche Untersuchungen führen als mögliche Ursachen für das Auftreten der Volatilitätsanomalie folgende Erkenntnisse der Behavioral Finance Lehre an:

- **Lotterie-Effekt:** Aktien mit hoher Volatilität versprechen theoretisch einen höheren Gewinn, weshalb Anleger bereit sind, eine hohe Prämie zu bezahlen, was zu einer Überbewertung volatiler Aktien führen kann.
- **Selbstüberschätzung und blindes Vertrauen auf den Grundsatz „höherer Ertrag für höheres Risiko“:** Investoren ersetzen Ertragsschätzung durch Risikoprognose und treffen falsche Entscheidungen.
- **Grenzen des Arbitrage:** Der Großteil der Investmentfonds ist in seiner Asset Allokation und Titelselektion an eine Benchmark gebunden. Dies führt dazu, dass trotz der Kenntnisse über die Volatilitätsanomalie diese nicht ausgenutzt wird und im Umkehrschluss sogar verstärkt werden kann.

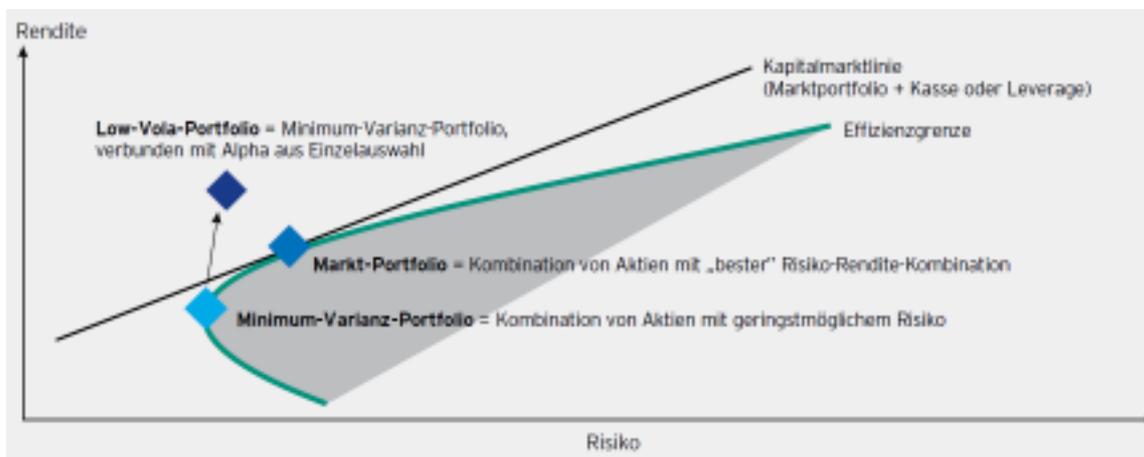
Der Erkenntnis folgend, dass Investoren über längere Zeiträume nicht für ein höheres Risiko belohnt werden, halten wir einen Low-Volatility-Ansatz über einen vollen Marktzyklus gegenüber 1) einer passiven kapitalmarktgewichteten Produktlösung (ETPs) als auch 2) einem klassischen aktiven Managementansatz ohne explizites Volatilitäts-Faktormanagement für überlegen.

<sup>1</sup> Ang et al. (2006); Bali und Hovakimian (2007); Blitz und van Vliet (2007); Frazzini und Pedersen (2010); Kolrep (Invesco Risk & Reward, Q4/2010).

## Low-Volatility in der Praxis

Generell gilt, dass trotz der empirisch erwiesenen Vorteile eines Low-Volatility-Ansatzes sich ein entsprechendes Portfolio in der Praxis nicht durch die reine Selektion der Aktien mit der niedrigsten Volatilität zusammenstellen lässt. Zwar wäre ein solches Portfolio gemäß der Portfoliotheorie am äußersten linken Rand der Effizienzkurve<sup>2</sup> zu finden und würde damit das geringste theoretische Risiko beinhalten (Minimum-Varianz-Portfolio), jedoch greift die reine Risikobetrachtung zu kurz. Erst durch eine erfolgreiche Aktienselektion unter Berücksichtigung einer eigenen Risiko- und Ertragsprognose für alle Einzeltitel eines Universums entfalten Low-Volatility-Portfolios ihren Charakter (erweiterter Minimum-Varianz-Ansatz, Abb. 2).

Abb. 2: Der Low-Volatility-Ansatz in der Portfoliotheorie



Quelle: Markowitz, Invesco (nur zur Illustration).

In Bezug auf den von Invesco nach dem Low-Volatility-Prinzip gemanagten Invesco Pan European Structured Equity Fund gilt somit: Während das Portfoliorisiko des Invesco Pan European Structured Equity Fund stark dem Minimum-Varianz-Portfolio ähnelt, liegt der Erwartungswert für die Portfoliorendite durch den Mehrwert der aktiven Einzeltitelselektion über dem des Minimum-Varianz-Portfolios.

Erfolgreiche Low-Volatility Manager zeichnen sich insbesondere dadurch aus, dass sie von der Volatilitätsanomalie profitieren. Das entscheidende Erfolgsmerkmal liegt also in der Fähigkeit des Managers, aus einem breiten Universum die Aktien mit einem niedrigen Risiko bei gleichzeitig hoher fundamentaler Attraktivität zu selektieren und so zu kombinieren, dass zusätzliche Diversifikationsvorteile genutzt werden können. Da dies einen erheblichen Berechnungsaufwand in der Modellierungsphase (Selektion und Kombination der Einzeltitel) bedeutet, bedarf es nach unserer Einschätzung zur erfolgreichen Ausnutzung der Volatilitätsanomalie eines systematischen Ansatzes mit Fokus auf Risikoreduzierung bei gleichzeitiger Alphagenerierung.

<sup>2</sup> Effizienzkurve: Die von Markowitz geprägte Effizienzkurve zeigt eine offene Parabel, in deren umschlossener Fläche alle möglichen Einzelportfolios liegen. Je weiter „rechts“ ein Portfolio liegt, desto höher ist die Varianz seiner Erträge und damit das Risiko, je weiter „oben“, desto höher der (erwartete) Ertrag. Am Scheitel (hellblaue Raute) befindet sich das „Minimum-Varianz-Portfolio“ (MVP) – jene Zusammenstellung von Wertpapieren, die das geringstmögliche Risiko birgt. Die Linie, die durch das MVP führt, wird „Effizienzlinie“ genannt. Die obere grüne Kurve ist die Effizienzkurve – für jedes Portfolio, das auf ihr liegt, gibt es kein anderes, das bei gegebenem Erwartungsertrag ein geringeres Risiko bietet – oder bei gegebenem Risiko eine höhere Erwartungsrendite.

Der Invesco Pan European Structured Equity Fund geht wie folgt vor: Auf Basis ausgesuchter fundamentaler Kennzahlen sowie Behavioural-Finance-theoretischer Faktoren (z.B. Managementverhalten, Gewinnrevision) werden innerhalb eines europäischen Aktienuniversums knapp 1000 Einzeltitel untersucht. Invesco's langjährige, marktpsychologische Kenntnisse werden hierbei im quantitativen Aktienselektionsmodell gezielt eingesetzt, um die Volatilitätsanomalie zu identifizieren. Im Ergebnis werden die Einzeltitel selektiert, die bei niedrigem Risiko ein besonders attraktives Bewertungsniveau vorweisen und vielversprechende Wachstumschancen bieten.

**Die Analyse mittels ausgesuchter Risiko-/Ertragskennzahlen zeigt auf den verschiedenen Analyseebenen folgende Erkenntnisse (Beispiel: Invesco Pan European Structured Fund):**

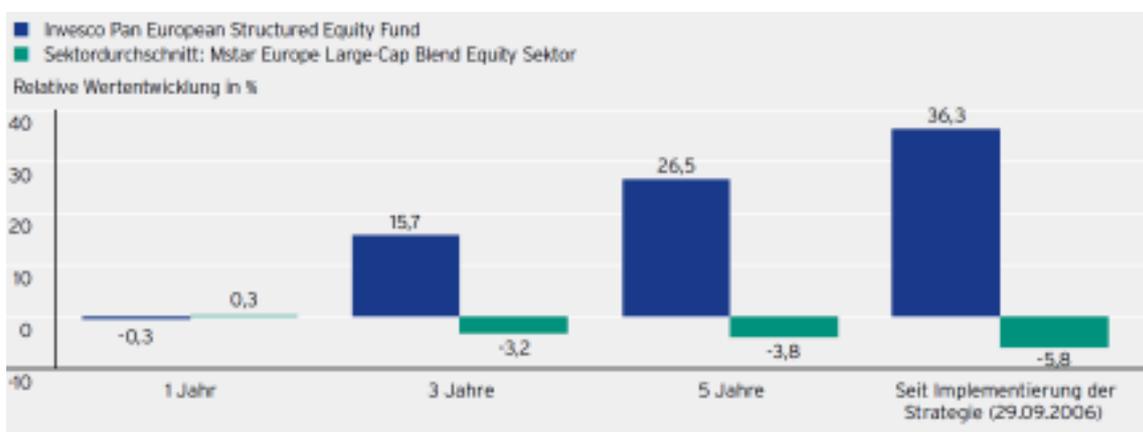
- Die ex-post Portfoliovolatilität liegt über dem in Abbildung 3 betrachteten Zeitraum konstant am unteren Ende der Vergleichsgruppe (MStar Europe Large-Cap Blend Equity Sektor) und deutlich unter der des Referenzindex (MSCI Europe NR). Gleichzeitig schaffte es der Invesco Pan European Structured Equity Fund eine deutliche Outperformance gegenüber dem MSCI Europe (NR) zu erzielen (Abb. 4).

Abb. 3: Konstant niedrige Volatilität gegenüber der Vergleichsgruppe



Quelle: Morningstar (per 31.12.2012 in Euro), Fondsp performance (A- Anteilsklasse, thesaurierend): Bruttoeinnahmen reinvestiert und Wertentwicklung berechnet nach BVI-Methode. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Performance zu, stellt keine Garantie für künftige Erträge dar und lässt sich nicht in die Zukunft fortschreiben. Die in den Quartilsrankings berücksichtigte Vergleichsgruppe umfasst zur Verbesserung der graphischen Aussagekraft die Perzentile 5 bis 95.

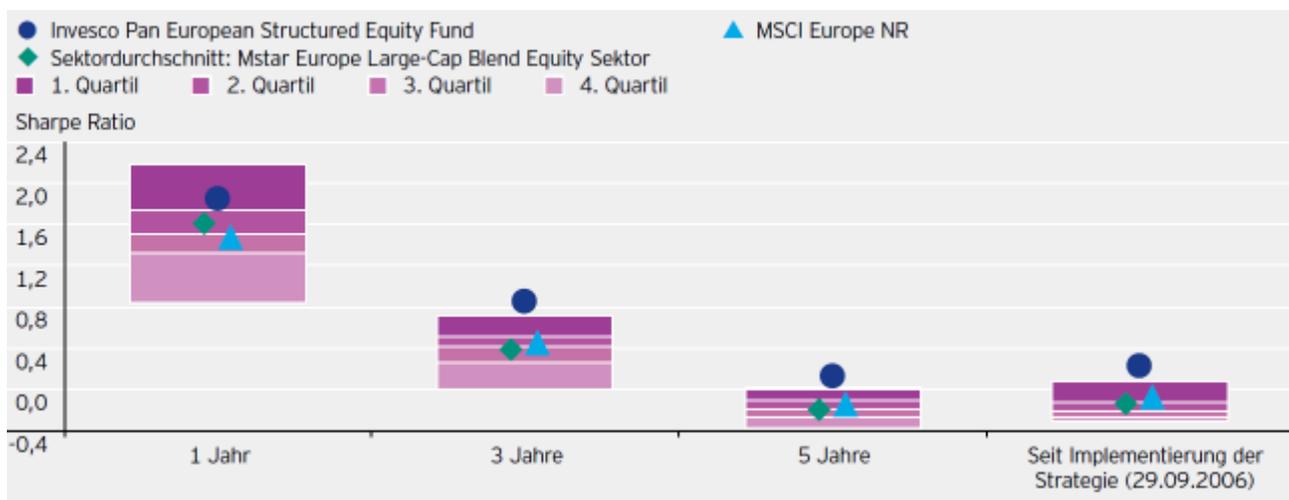
Abb. 4: Deutlicher Mehrertrag gegenüber dem Referenzindex MSCI Europe NR



Quelle: Morningstar (per 31.12.2012 in Euro), Fondsp performance (A-Anteilsklasse, thesaurierend): Bruttoeinnahmen reinvestiert und Wertentwicklung berechnet nach BVI-Methode. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Performance zu, stellt keine Garantie für künftige Erträge dar und lässt sich nicht in die Zukunft fortschreiben.

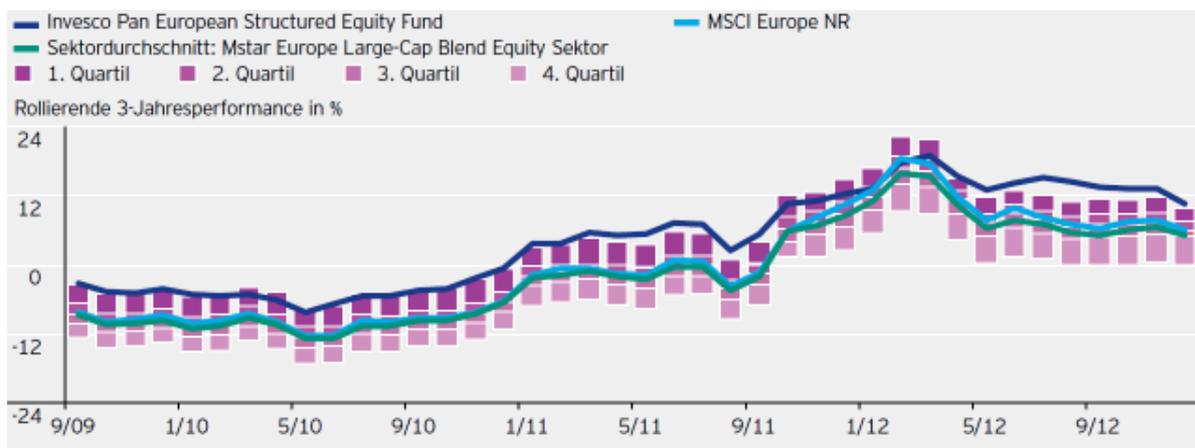
- Die in einer risikoadjustierten Kennzahl (z.B. Sharpe Ratio) zusammengefassten empirischen Erkenntnisse über die signifikant niedrigere Volatilität bei gleichzeitiger Outperformance dem Referenzindex belegen die Überlegenheit des Ansatzes (Abb. 5).
- Gemessen an rollierenden 3-Jahresperioden liegt der Fonds innerhalb seiner Peer Group konstant im ersten Quartil. Dies unterstreicht die hohe Konsistenz in der Performance und ein nachhaltiges Funktionieren des Risiko- und Aktienselektionsmodells (Abb. 6).

Abb. 5: Überlegenes Sharpe Ratio gegenüber der Benchmark und der Vergleichsgruppe



Quelle: Morningstar (per 31.12.2012 in Euro), Fondsp performance (A-Anteilsklasse, thesaurierend): Bruttoeinnahmen reinvestiert und Wertentwicklung berechnet nach BVI-Methode. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Performance zu, stellt keine Garantie für künftige Erträge dar und lässt sich nicht in die Zukunft fortschreiben. Die in den Quartilsrankings berücksichtigte Vergleichsgruppe umfasst zur Verbesserung der graphischen Aussagekraft die Perzentile 5 bis 95.

Abb. 6: Hohe Konsistenz in der Vergleichsgruppe, gemessen an den rollierenden 3-Jahres Ergebnissen gegenüber der Benchmark und der Vergleichsgruppe



Quelle: Morningstar (per 31.12.2012 in Euro), Fondsp performance (A-Anteilsklasse, thesaurierend): Bruttoeinnahmen reinvestiert und Wertentwicklung berechnet nach BVI-Methode. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Performance zu, stellt keine Garantie für künftige Erträge dar und lässt sich nicht in die Zukunft fortschreiben. Die in den Quartilsrankings berücksichtigte Vergleichsgruppe umfasst zur Verbesserung der graphischen Aussagekraft die Perzentile 5 bis 95.

***Invesco - Low-Volatility-Ansatz für Aktien: Alphapotenzial mit reduziertem Verlustrisiko  
Equity Europe***

- Technisch gesehen zeichnet sich das Low-Volatility- Portfolio durch eine ausgewogene Portfoliostruktur aus. Da die Varianz des Low-Volatility Portfolios definitionsgemäß niedriger als die des effizienten Marktportfolios (Referenzindex) ist, muss das Beta naturgemäß kleiner als 1 sein.
- Als Folge des strategischen Fokus auf absolute Risikofaktoren und der größeren Spielräume in der Länder-, Sektor- und Industriegewichtung entsteht eine gewollte Abweichung in der Portfoliozusammensetzung gegenüber dem kapitalisierungsgewichteten Referenzindex.
- Das Portfolio unterscheidet sich wie bereits aufgeführt in Bezug auf das Risk-/Return-Profil sowie die Portfoliozusammensetzung sehr stark von anderen aktiven bzw. passiven Strategien. Die damit verbundene geringe Korrelation zu (relativen) Returns anderer Anlagen wirkt sich auf Portfolioebene des Kunden risikomindernd aus, was zusätzliche Risikobudgets freisetzen kann.

## Alphapotenzial mit reduziertem Verlustpotenzial

Eines der wesentlichen Erfolgsrezepte des Low-Volatility Ansatzes ist, dass aktiv von den Schwankungen am Aktienmarkt profitiert wird, in dem in fallenden Marktphasen weniger stark als der Referenzindex verloren, in steigenden Märkten jedoch vom Markt profitiert wird. Um dies empirisch zu belegen, haben wir exemplarisch die vergangene Marktentwicklung des Invesco Pan European Structured Equity Fund in drei Phasen unterteilt und die relative Performance des Fonds in den einzelnen Phasen untersucht:

### Phase 1: Bären-Markt

(monatliche Indexperformance < -3%)

### Phase 2: „Normales“ Umfeld

(monatliche Indexperformance -3% bis +3%)

### Phase 3: Bullen-Markt

(monatliche Indexperformance > +3%).

Die Ergebnisse zeigen, dass in 2 von 3 Marktphasen ein deutliches Alpha (nach Kosten) erzielt wurde. Lediglich in Bullen-Märkten, die in ihrer anfänglichen Phase häufig sentimentbedingt entstehen und von einer starken Erholung zyklischer Titel dominiert werden, blieb der Fonds konzeptbedingt hinter seinem Referenzindex zurück. Bereits in der zweiten Phase einer Erholung, in der fundamentale Faktoren wieder stärker ins Gewicht fallen, konnte jedoch wieder mit dem Referenzindex Schritt gehalten werden (Abb. 7).

Insgesamt zeigt der Blick auf die vergangenen Jahre, dass sich über einen vollen Marktzyklus (2007 – 2012) das niedrigere Downside-Potential sehr positiv auf die Gesamtperformance ausgewirkt hat. In Folge der geringeren Drawdowns gelang es, den Referenzindex als auch große Teile der Peer Group im Betrachtungszeitraum zu übertreffen. Wichtige Bestandteile des kumulierten Alphas wurden also in Bären-Märkten generiert, in denen mit geringeren absoluten Drawdowns gegenüber dem Referenzindex und der Vergleichsgruppe überzeugt wurde.

Abb. 7: Performance-Eigenschaften des Invesco Pan European Structured Equity Fund



Nur zur Illustration. Quelle: Invesco, MSCI; Beobachtungszeitraum: 29.09.2006 bis 31.12.2012). Fondspersone (A-Anteilsklasse, thesaurierend): Bruttoeinnahmen reinvestiert. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Performance zu, stellt keine Garantie für künftige Erträge dar und lässt sich nicht in die Zukunft fortschreiben.

Insbesondere während der als Subprime-Krise in die Geschichtsbücher eingegangenen Phase massiver Kursrückgänge (Juni 2007 bis März 2009) konnte der Low Volatility Ansatz sein bewusst defensives Profil eindrucksvoll unter Beweis stellen:

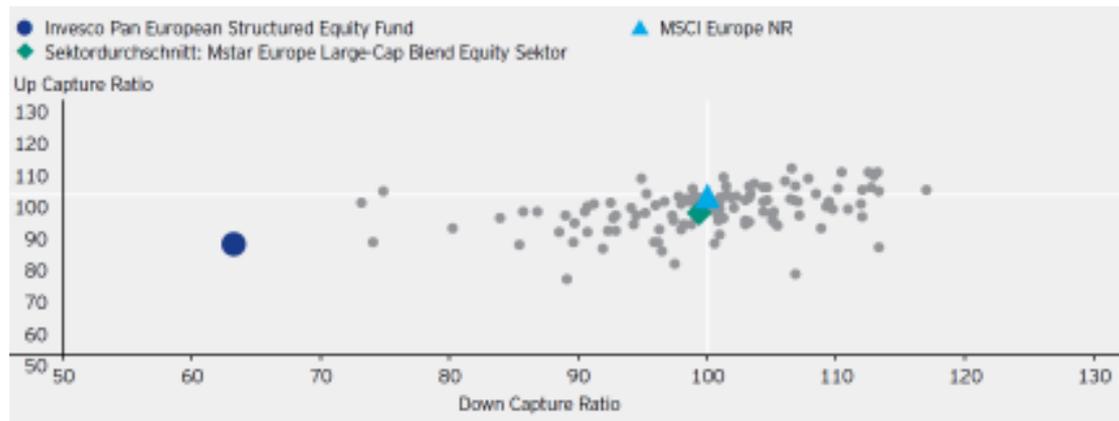
| Annualisierte Volatilität während der Subprime-Krise (in %): |             |
|--|-------------|
| Invesco Pan European Structured Equity Fund                  | 27,8        |
| MSCI Europe NR   | 37,7        |
| <b>Delta</b>   | <b>-9,9</b> |
| Quelle: Morningstar (1.06.2007 bis 9.03.2009)                |             |

Quelle: Morningstar (1.06.2007 bis 9.03.2009)

In Folge eines rund 10 Prozentpunkte niedrigeren Risikos konnte der Drawdown in dieser Phase um 1/4 gegenüber dem Referenzindex reduziert werden. Eine Risikoreduktion mittels eines passiven Investments (ETP) in einen breiten, kapitalgewichteten Index hat demnach in dieser Phase nicht funktioniert.

Eine weitere Möglichkeit das Verhalten von Fonds in Aufwärts- bzw. Abwärtsmärkten zu analysieren bieten die Kennziffern „Up Capture Ratio“ bzw. „Down Capture Ratio“, welche die Performance des Fonds in Aufwärtsphasen (Up) bzw. Abwärtsphasen (Down) in Relation zu der des Referenzindex setzen. Optimal ist hierbei ein vergleichsweise hohes Up Capture Ratio bei gleichzeitig niedrigem Down Capture Ratio. Die Abb. 8 verdeutlicht beispielhaft die Stärke des Invesco Pan European Structured Equity Fund: Während er sich in Aufwärtsphasen nahezu synchron zum Referenzindex und dem Durchschnitt der Vergleichsgruppe bewegte, verlor er, auch gemessen an dieser Kennzahl, in Abwärtsphasen deutlich weniger als der Referenzindex und die Vergleichsgruppe.

Abb. 8: Überlegenes Up vs. Down Capture Ratio gegenüber der Vergleichsgruppe (seit Fondsaufgabe)



Quelle: Morningstar (01.10.2006 bis 31.12.2012 in Euro), Fondsp performance (A-Anteilsklasse, thesaurierend): Bruttoeinnahmen reinvestiert und Wertentwicklung berechnet nach BVI-Methode. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Performance zu, stellt keine Garantie für künftige Erträge dar und lässt sich nicht in die Zukunft fortschreiben.

## Fazit

Vor dem Hintergrund einer Verkürzung der Marktzyklen und der latenten Gefahr von Kursrückschlägen bzw. Volatilitätsspitzen an den Aktienmärkten, bieten Low-Volatility-Strategien einen risiko-kontrollierten Ansatz, um Marktopportunitäten in unruhigen Zeiten zu verfolgen.

Invesco's europäischer Low-Volatility-Ansatz ermöglicht es Investoren, über einen gesamten Zyklus vollständig an der Aktienmarktentwicklung teilzunehmen. Durch den Einsatz eines krisenerprobten Aktienselektionsmodells konnte seit Implementierung des Ansatzes im Invesco Pan European Structured Equity Fund (2006) eine überzeugende Outperformance gegenüber dem Referenzindex erreicht werden, bei gleichzeitig niedrigerem Portfoliorisiko. Dabei macht sich der Fonds insbesondere die an den MÄärkten vorherrschende Volatilitätsanomalie zu nutze. Der Blick auf die historische Kursentwicklung zeigt, dass der Fonds eine gewisse Reduzierung des Verlustrisikos bietet, ohne das Aufwärtspotential aufzugeben.

Das überlegene Sharpe Ratio des Invesco Pan European Structured Equity Fund verdeutlicht, dass trotz der Unsicherheit an den Märkten der Fonds ein überzeugendes Aktieninvestment bot. Entscheidend für uns ist zudem, dass die defensive Ausrichtung des Portfolios die Marktschwankungen über einen Zyklus glätten konnte. Zudem konnte das Alpha durchweg in verschiedenen Marktphasen generiert werden, was die Vielseitigkeit des Produkts unterstreicht.

Durch das attraktive Risk-/Return-Profil des Fonds sowie die teilweise stark von anderen aktiven bzw. passiven Strategien abweichende Portfoliozusammensetzung wird eine geringe Korrelation zu (relativen) Returns anderer Anlagen ermöglicht. Im Ergebnis wirkt sich die Beimischung des Fonds auf Portfolioebene risikomindernd aus, was zusätzliche Risikobudgets freisetzen kann. Insgesamt macht dieses Profil den Invesco Pan European Structured Equity Fund zu einem chancenreichen Investment, das unter herausfordernden Marktbedingungen seine Stärken auszuspielen weiß.

Björn Wolber, CFA  
Investment Consulting Continental Europe

## **Kontakt**

### **Invesco Asset Management Deutschland GmbH**

An der Welle 5, D-60322 Frankfurt am Main

Tel.: +49 (0)69 29807-0

Fax: +49 (0)69 29807-106

info@fra.invesco.com

[www.de.invesco.com](http://www.de.invesco.com)

### **Invesco Asset Management Österreich GmbH**

Rotenturmstraße 16—18, A-1010 Wien

Tel.: +43 (0)1 31620-0

Fax: +43 (0)1 31620-20

info@vie.invesco.com

[www.invesco.at](http://www.invesco.at)

### **Invesco Asset Management (Schweiz) AG**

Stockerstrasse 14, CH-8002 Zürich

Tel.: +41 (0)44 28790-00

Fax: +41 (0)44 28790-10

info@zur.invesco.com

[www.invesco.ch](http://www.invesco.ch)

#### Wichtige Informationen

Dieses Marketingdokument richtet sich ausschließlich an professionelle Kunden und Finanzberater und ist nicht zur Weitergabe an Dritte bestimmt. Stand aller Daten ist der 28. Februar 2013, sofern nicht anders angegeben. Bei allen Angaben zu den Anlagen und der Anlagestrategie (einschließlich aktueller Anlagethemen, dem Research- und Investmentprozess sowie der Portfoliomerkmale, -gewichtungen und -allokationen) handelt es sich um Meinungen der Portfoliomanager zum Zeitpunkt der Erstellung dieser Dokumentation. Diese können sich ohne Vorankündigung ändern. Informationen zur Fondszulassung erhalten Sie auf der entsprechenden Internetseite oder von Ihrer Invesco-Niederlassung. Dieses Dokument ist nicht Bestandteil eines Verkaufsprospektes. Obwohl große Sorgfalt darauf verwendet wurde sicherzustellen, dass die in diesem Dokument enthaltenen Informationen korrekt sind, kann keine Verantwortung für Fehler oder Auslassungen irgendwelcher Art übernommen werden sowie für alle Arten von Handlungen, die auf diesen basieren. Meinungen und Prognosen können sich jederzeit und ohne vorherige Ankündigung ändern. Der Wert von Anteilen und die Erträge hieraus können sowohl steigen als auch fallen (bei Anlagen, die zum Teil in ausländischen Währungen investiert sind, kann dies teilweise auf Wechselkursänderungen zurückzuführen sein), und es ist möglich, dass Investoren bei der Rückgabe ihrer Anteile weniger als den ursprünglich angelegten Betrag zurückerhalten. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die zukünftige Performance zu, stellt keine Garantie für künftige Erträge dar und lässt sich nicht in die Zukunft fortschreiben. Die veröffentlichten Performancedaten beinhalten keine für die Ausgabe oder Rücknahme von Fondsanteilen anfallenden Gebühren und Kosten. Hinweise auf Rankings, Ratings oder Preise bieten keine Garantie für die künftige Performance und lassen sich nicht fortschreiben. Dieses Dokument dient lediglich der Information und stellt keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Fondsanteilen dar. Es stellt keinen spezifischen Anlagerat dar und damit auch keine Empfehlung zu Anlage-, Finanz-, Rechts-, Rechnungslegungs- oder Steuerfragen oder zur Eignung des/der Fonds für die individuellen Anlagebedürfnisse von Investoren. Vor dem Erwerb von Anteilen sollten Anleger sich über die für sie geltenden Wertpapier- und Steuervorschriften sowie andere sie betreffende gesetzliche Vorgaben informieren. Eine Anlageentscheidung muss auf den jeweils gültigen Verkaufsunterlagen basieren. Diese (fonds- und anteilsklassenspezifische wesentliche Anlegerinformationen, Verkaufsprospekt, Jahres- und Halbjahresberichte, Satzungen und Treuhandurkunde) sind kostenlos, als Druckstücke und in deutscher Sprache erhältlich bei dem Herausgeber dieser Information. Die von Invesco bereitgestellten Asset-Management-Dienstleistungen entsprechen den relevanten lokalen gesetzlichen und regulatorischen Vorgaben. Bitte beachten Sie, dass möglicherweise nicht alle Anteilsklassen dieses Fonds in Ihrem Land zum öffentlichen Vertrieb zugelassen sind und darüber hinaus die Anteilsklassen hinsichtlich u.a. Gebühren und Mindestanlagebetrag unterschiedlich ausgestaltet sein können. Es wird daher empfohlen, unbedingt unabhängigen Rat einzuholen, hinsichtlich der Zulassung bzw. der Geeignetheit des Teilfonds bzw. der genannten Anteilsklasse. Wir weisen darauf hin, dass sämtliche in diesem Dokument gemachten Angaben sich auf die Anteilsklasse A [thesaurierend] beziehen. Zusätzliche Informationen für Anleger in Deutschland, Österreich und der Schweiz: Herausgeber dieses Dokuments in Deutschland ist Invesco Asset Management Deutschland GmbH, An der Welle 5, D-60322 Frankfurt am Main, beaufsichtigt durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Herausgeber dieses Dokuments in Österreich ist Invesco Asset Management Österreich GmbH, Rotenturmstrasse 16-18, A-1010 Wien. Herausgeber dieses Dokuments in der Schweiz ist Invesco Asset Management (Schweiz) AG, Stockerstrasse 14, CH-8002 Zürich. BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES, Paris, succursale de Zurich, Selnaustrasse 16, CH-8002-Zürich amtiert als Zahlstelle für die in der Schweiz zum öffentlichen Vertrieb zugelassenen Fonds. Professionelle Anleger in der Schweiz sollten dieses Dokument nur in Verbindung mit dem relevanten monatlichen Factsheet, das zusätzliche Performancedaten enthält, sowie der Satzung bzw. der Treuhandurkunde berücksichtigen.

Out of the Ordinary™



## **Investec - The state of play in European equities**

In summary

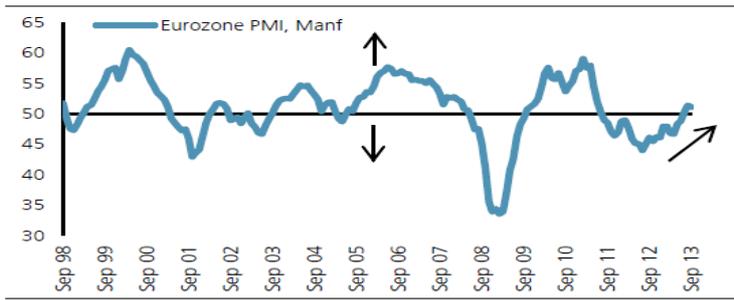
1. European equities have risen thanks to a turnaround in economic sentiment in the region as well as global tailwinds from the US and Japan
2. Key drivers of recent equity returns in the region have come from more globally focused European companies
3. We expect future beneficiaries to be European centred businesses that have survived the downturn and are able to exert pricing power in what are now less competitive market segments
4. Excess capacity is still an issue in certain sectors but signs indicate that the best businesses are coming to the top, and are able to improve earnings and drive deleveraging. This should benefit shareholders in these companies
5. European equities are not as glaringly cheap as they were, however pockets of value do persist
6. The asset class remains exposed to a flare-up in peripheral Europe, but we think the risk is being managed by authorities and 'political muddle-through' is the most likely route
7. The European economy does not have to recover strongly for bottom-up stock-pickers, such as us, to deliver good outperformance

By Ken Hsia, Portfolio Manager, 4Factor European Equity

Europe's economy appears to be on the recovery track, and its equity markets have rebounded strongly over the past two years from depressed levels. What is the forward opportunity in equity markets and are this year's gains sustainable going forward?

Leading economic indicators in Europe are now pointing upwards (see Figure 1 below) and as Figure 2 demonstrates, European stock markets have risen strongly over the past two years. Despite this rise we are still some way below pre-crisis peak levels.

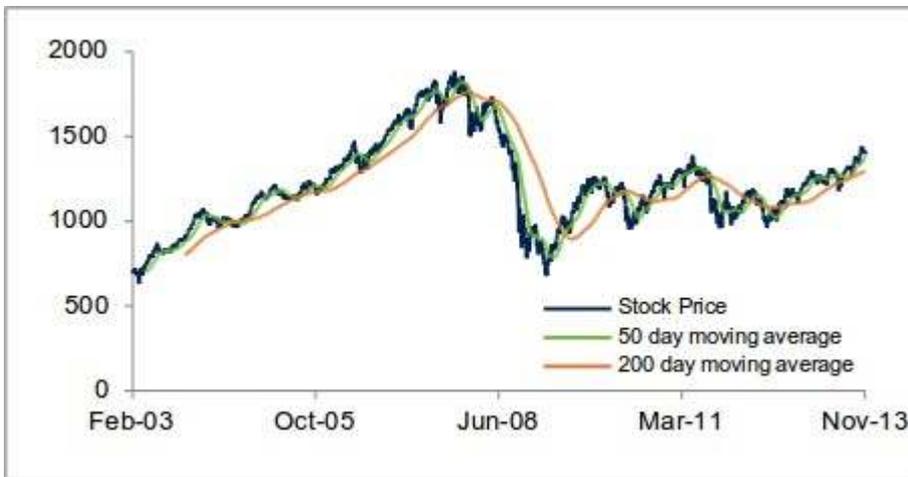
**Figure 1: Eurozone manufacturing PMI**



Source: UBS, Thomson Datastream

Source: UBS, October 2013

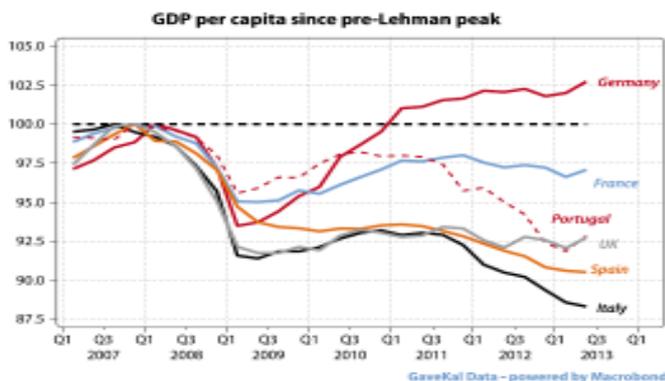
**Figure 2: MSCI Pan Europe index**



Source: Factset, November 2013

As Figure 3 shows, the GDP per capita for many major European economies, except Germany, is still some way below 2007 pre-crisis levels. Though there are no expectations of a recovery to previous levels it is interesting to note that Europe’s powerhouse, Germany, has breached its 2007 levels and continues to grow beyond.

**Figure 3: GDP per capita since pre-Lehman peak**

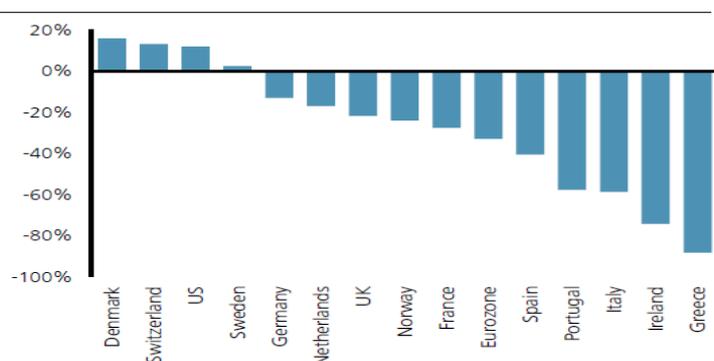


Source: GaveKal, November 2013

From a stock market perspective, the rise in the MSCI Europe Index so far can be deceptive. A look at the bigger constituents in this index reveals global leaders such as Nestle, HSBC, Roche Holdings and Vodafone, which have a global revenue footprint that is not heavily influenced by their European operations. This means that what has driven the index upwards in recent years and months has been the successful European companies which compete well on a global basis. These global leading businesses are numerous and remain a compelling reason to invest in European equities. Particular examples would be the various leading German car makers as well as French and Italian luxury goods businesses. These globally-driven companies are not exclusively mega-cap in size. Indeed there are numerous specialised mid-cap European companies that are equally exposed to global export markets. As we will explain in more detail later, however, we believe it is important to look beyond such companies when constructing portfolios that represent the full opportunity-set in European equities.

Despite these more globalised tailwinds, European stock markets still remain well below previous peaks (see Figure 4). We therefore believe there is still plenty of scope in the cycle for returns to rise driven by more Eurozone focused European stocks. As the external growth and operating environment improves for these businesses, we expect them to see improved earnings and continued deleveraging of balance sheets.

**Figure 4: Only a few stock markets have risen beyond 2007 peaks**



Source: UBS, Thomson Datastream, MSCI Note: US performance in USD, other countries in Euros

Note: US performance in USD, other countries in euros  
Source: UBS, Datastream, MSCI, October 2013

European corporate earnings across the board have not fully recovered and we see some of the reasons in the low capacity utilisation figures reported regularly. However we are finally seeing signs that some industries are taking the tough decision of rationalising and stripping out excess capacity so that supply becomes balanced with demand, benefiting shareholders. With these actions, the stronger players are able to take market share and grow competitive advantage resulting in higher margins. This is a key driver of shareholder value, often overlooked by many investors who have become overly distracted by macroeconomic concerns about sovereign debt levels.

### Bottom-up stock examples

Identifying behavioural biases such as this is crucial to our ability to exploit market inefficiencies with our proprietary 4Factor investment process. The process is one of bottom-up stock picking and we use it to exploit market inefficiencies caused by behavioural biases made by market participants. Our aim is to construct high conviction risk aware portfolios such that our portfolios vary significantly from the benchmark.

An example is our investment in Tui Travel, the leading holiday operator in Europe with 80% of their revenues exposed to the region. In recent years strong competition from smaller players and threats of

disintermediation from the internet caused profitability to fall. However with the tougher economic environment the lower margins meant that many competitors went out of business and capacity exited the market. At the same time, Tui Travel was able to strengthen its franchise with exclusivity at certain hotels and promotion of all-inclusive packages. With scale, they were able to tie-up hotels so that there would be no price competition, enhancing margins. Through all-inclusive packages, they were able to offer customers certainty on cost and thus able to take market share. As a consequence, the company's profitability is rapidly improving driven by rising margin expectations leading to better cash flow and now a strong balance sheet. As cash continues to accumulate, we would expect some of it to be returned back to shareholders. The shares have performed strongly and we continue to like the business as news continues to improve around its operations.

Despite examples such as the travel industry above, low capacity utilisation remains an issue in many European markets. As a result, and as profitability improves, we believe we will see deleveraging of corporate balance sheets as the need to invest will remain tempered. Deleveraging has the impact of transferring value from debt holders to equity holders but should share buybacks occur this has the dual effect of enhancing return metrics and showing good capital discipline, which generally sees investors mark the company's shares up.

A further example of our stock-picking approach is our holding in Teleperformance, a French listed company which is the global leader in call centres and related services. The shares have been the top holding of the strategy for more than a year. Market scepticism over the quality of business and the lack of structural growth led to the shares being sold to very cheap levels through the beginning of 2012. However our 4Factor process picked up a positive signal as earnings upgrades were evidenced. With greater analysis we discovered that structural growth was still intact and that returns would increase with growth and some restructuring of their business in Europe. Indeed after purchase we saw continued evidence of strong structural growth as Teleperformance won market share. Driven by the need to focus on their core businesses we are seeing increasing numbers of industries outsource their call centres resulting in the need for a trusted partner as poor customer interaction destroys franchise value. Also we see Teleperformance enter more specialised areas such as electronic visas for the UK Home Office or dealing with customer interaction on the Web. With a French company showing the rest of the world how to do customer service well and succeeding, we believe we have something special.

## Valuations

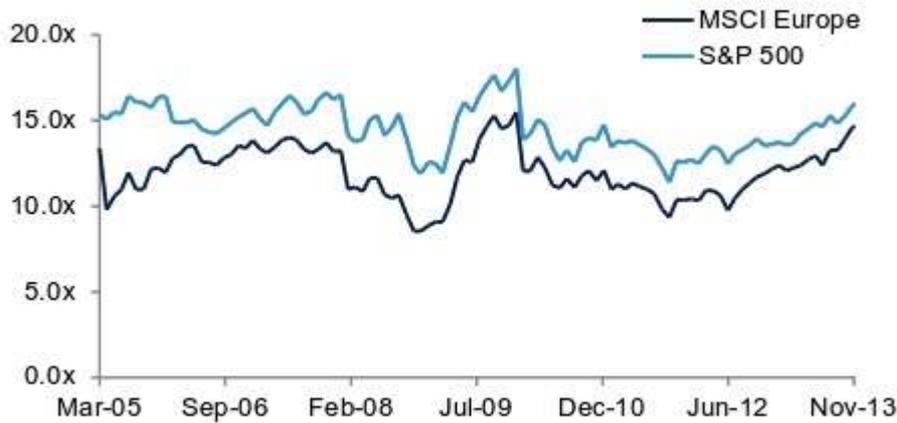
What about valuations? European equities were trading at a 15% discount to developed market equities last year, but this has narrowed substantially with strong market movements. Though compared to history on a P/BV basis it does appear that European valuations can lift from here supporting our focus on companies which can lift returns and thus cheap when earnings recover (see Figure 5). On a forward P/E basis they definitely look more fairly valued in aggregate (Figure 6).

**Figure 5: MSCI Europe P/B vs. Return on equity**



Source: Bloomberg, 'Best' consensus data, November 2013

Figure 6: 12m forward P/E

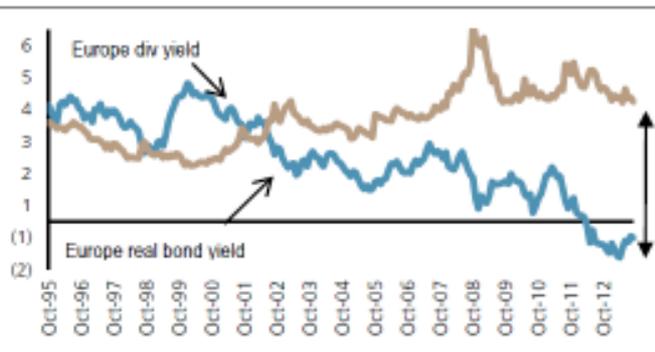


Source: Bloomberg, November 2013

Interestingly compared to bond yields equities do appear attractive (Figure 7) whether we look at earnings yields (inverse of the price earnings ratio) or the dividend yield. This reflects that risk aversion persists or that we are in a deflationary environment. For those who are exposed to bonds they must be clear why this gap between bond yields and dividend yields will persist. Another factor is that public debt levels remain high and it is difficult to envisage the authorities allowing deflation, which would make the repaying of that debt almost impossible.

Figure 7: European equity dividend yield vs. real bond yield

Figure 35: Europe dividend yield vs real bond yield



Source: UBS, Thomson Datastream

Source: UBS, Datastream, October 2013

**What are the risks?**

With any investment case, risks must be considered of course. First we will consider what could go wrong. The obvious is the reversal of positive growth and corporate earnings trends discussed above. However there is no evidence of this presently. A central assumption surrounding our investment case is stability in the region (and indeed globally). We continue to see bond yields of those countries with stretched public balance sheets fall indicating investors are becoming 'less stressed'. Also recent elections across Europe (especially in Germany) seemed to favour no change in political direction. In our view the much debated 'muddle-through' appears to remain the most likely course.

Against such a backdrop, from a microeconomic viewpoint the readiness of various industries to rationalise will differ favouring a bottom-up stock picking approach. This is not to say we are complacent about the risks of macroeconomic risk. For example we are somewhat wary of the rerating of certain southern European stocks we have seen during 2013. Though we acknowledge how investors look forward, we question how far we should be looking to justify some of these share price moves. We believe a disciplined evidence-based investment approach should ensure one gets the balance between conviction and more hopeful optimism right.

However there is upside risk. We have seen unconventional approaches to stimulate the economies globally. Most notable is quantitative easing which forces bond yields down. We have seen QE in US, UK and recently in Japan. We must question the possibility of further unconventional ways of maintaining the upward trend. That is why we believe a bottom-up stock-picking approach that takes company specific risk over market risk is paramount.

## Conclusion

On a last note, we look at the relative attractions of European equities. Assuming that there are three factors which drive corporate value: growth, returns (on invested capital) and risk, Europe ranks well on two out of the three measures and the gap is certainly closing on the growth angle. Many can understand the positive aspects of growth on creating value, however few appreciate it is possible to grow yourself to bankruptcy if the returns you make are sub-par. This is one of the reasons why there is low correlation between GDP and stock market performance over time. Regarding the second factor we are seeing returns rise in Europe as increasing numbers of industries are taking the tough decisions to cut capacity and align supply with demand. Hence some industries are seeing less competition and allowing companies such as TUI Travel mentioned above to deliver rising returns. This is quite a unique situation and will persist until corporate investment returns to the region.

Regarding risk, the cost of capital is the most used measure and these have been falling, which is positive for corporates. However more qualitatively, factors such as corporate governance, Europe ranks very highly due to the maturity of the corporates and the history of engagement with their shareholders.

We believe European equities are an attractive proposition for investment portfolios. The negative headlines regarding the region have created investment opportunities, initially in the discount in valuations. Whilst valuations have recovered somewhat, albeit largely driven by global leaders listed in the index, we still believe the forward case remains sound.

The fallout from the economic crisis has driven down competition in certain areas, meaning the stronger businesses that have survived are well established in their sector niches to benefit from lower competition and thus rising returns. Finding these businesses, alongside investing appropriately in the best in class global leaders listed in Europe, should offer an active stock-picking approach plenty of opportunity to outperform.

## About Investec Asset Management

Investec Asset Management is a specialist investment manager, providing a premier range of products to institutional and individual investors. Employees are equity stakeholders in the firm. Established in 1991, the firm has been built from start-up into an international business managing over US\$100bn\* on behalf of third party clients. We have grown from domestic roots in Southern Africa and the UK to a position where we proudly serve a growing international client base from the Americas, Europe, Asia, Australia, the Middle East and Africa. We employ over 147 investment professionals. The firm seeks to create a profitable partnership between clients, shareholders and employees, and to exceed clients' performance and service expectations. Investec Asset Management is a significant component and independently managed entity within the Investec Group, which is listed in London and Johannesburg.

\*as at 30.09.13

### Important information

This document is not for general public distribution. If you are a private investor and receive it as part of a general circulation, please contact us at +44 207 597 1900.

The information discusses general market activity or industry trends and should not be construed as investment advice. The economic and market forecasts presented herein reflect our judgment as at the date shown and are subject to change without notice. These forecasts will be affected by changes in interest rates, general market conditions and other political, social and economic developments. There can be no assurance that these forecasts will be achieved. Investors are not certain to make profits; losses may be made. Past performance should not be seen as a guide to the future.

The information contained in this document is believed to be reliable but may be inaccurate or incomplete. Any opinions stated are honestly held but are not guaranteed and should not be relied upon.

This communication is provided for general information only. It is not an invitation to make an investment nor does it constitute an offer for sale and is not a buy, sell or hold recommendation for any particular investment.

In the US, this communication should only be read by institutional investors, professional financial advisors and, at their exclusive discretion, their eligible clients, but must not be distributed to US persons.

In Australia, this document is provided for general information only to wholesale clients (as defined in the Corporations Act 2001).

All data sourced from Bloomberg and Investec Asset Management. Outside the US, telephone calls may be recorded for training and quality assurance purposes.

Issued by Investec Asset Management, November 2013.



## Lazard - Aktieninvestments als Inflationsschutz

- ◆ In einem Umfeld wachsender Inflationsängste erwägen manche Anleger Aktieninvestments zur Diversifikation ihrer Rentenportfolios, da diese im Gegensatz zu anderen Sachwerten durch eine hohe Liquidität, Transparenz und Hedgebarkeit gekennzeichnet sind. Die Eignung von Aktien als Inflationsschutz (auf Basis der historischen Erfahrungen) ist eine grundlegende Frage.
- ◆ Auf kürzere (d.h. jährliche) Sicht ist der Inflationsschutz von Aktien begrenzt. Die jährlichen realen Returns von Aktien sind zwar in fast allen Jahren mit höherer Inflation höher als die von Renten und auch fast immer positiv. Allerdings ist die Korrelation von realen Aktienreturns in einem Jahr und der Inflation im gleichen Jahr negativ. Je höher die Inflation ansteigt, desto geringer werden die realen Returns von Aktien.
- ◆ Auf längere Sicht bieten Aktieninvestments als Realwertinvestment aber einen besseren Inflationsschutz. Die Aktienreturns liegen unabhängig vom Inflationsregime (wegen der hohen langfristigen Aktienrisikoprämie) einigermaßen sicher über der Inflationsrate, wenn man Anlagehorizonte von mindestens 5-10 Jahren, besser aber 15-20 Jahren zugrunde legt.
- ◆ Allerdings schützen Aktien in unterschiedlichen Inflationsregimen unterschiedlich gut vor Inflation. Insbesondere in Zeiten geringen Wachstums, Strukturproblemen und hoher Inflation – wie während der Stagflation der 1970er Jahre – tendieren Aktien dazu, nur geringe Erträge zu erwirtschaften.
- ◆ Will der Anleger den Inflationsschutz von Aktien verbessern, kann er sich auf speziell konstruierte Aktienportfolios fokussieren, indem er Branchen oder Einzeltitel selektiert, bei denen die Kovarianz der Returns mit der Inflationsrate oder die Inflation-Betas hoch und positiv waren. Allerdings erkaufte sich der Anleger diesen verbesserten Inflationsschutz möglicherweise mit dem Verzicht auf Erträge oder mit einer Konzentration auf bestimmte Faktorisiken.
- ◆ Verbessert werden kann der Inflationsschutz von Aktienportfolios durch eine Globalisierung der Portfolios und zwar umso besser, je weiter der Begriff „global“ auch auf die Emerging Markets ausgedehnt wird.
- ◆ Eine entscheidende Frage für den nötigen Inflationsschutz ist die, ob die Verpflichtungsseite des Anlegers explizit oder implizit an die Inflation gekoppelt ist, wie beispielsweise viele Pensionszusagen.

Angesichts der hohen Verschuldung der OECD Staaten, der extrem expansiven Geldpolitik fast aller wichtigen Zentralbanken, steigender Löhne in den Emerging Markets und wachsender Widerstände gegen Deregulierung und Globalisierung fürchten viele Anleger auf längere Sicht einen Wechsel des in den letzten beiden Jahrzehnten sehr moderaten Inflationsregimes. Kontinentaleuropäische Anleger sind aufgrund ihrer hohen Gewichtungen in finanziellen Assetklassen wie Staatsanleihen oder Pfandbriefen besorgt, dass sie bei unerwartet hohen Inflationsraten Realwertverluste ihres Vermögens erleiden könnten.<sup>1</sup>

In diesem Umfeld erwägen viele Anleger Aktieninvestments zur Diversifikation ihrer Rentenportfolios, da diese im Gegensatz zu anderen Sachwerten durch eine hohe Liquidität, Transparenz und Hedgebarkeit gekennzeichnet sind. Die Eignung von Aktien als Inflationsschutz ist für diese Anleger eine grundlegende Frage.

Im ersten Teil unserer Studie haben wir einen Überblick über die wichtigsten allgemeinen empirischen Untersuchungen zu den Aktienreturns in verschiedenen Inflationsumfeldern gegeben, die sich insbesondere auf den Zusammenhang der jährlichen realen Erträge von Aktieninvestments (gemessen an gängigen Aktienindizes) mit der Inflation im gleichen Jahr, also sozusagen auf die kurze Sicht, konzentriert haben. Diese Analysen zeigen ein recht widersprüchliches Bild.

Einerseits lässt sich in fast allen Märkten nachweisen, dass die realen Returns von Aktien in allen Regimes mit höherer Inflation höher sind als die von Renten und auch fast immer positiv. Insofern bietet die Portfoliobeimischung von Aktien zu Rentenportfolios sowohl eine Diversifikation als auch einen verbesserten realen Werterhalt im Inflationsfall.

Andererseits ist der Inflationsschutz begrenzt, denn die Korrelation von realen Aktienreturns in einem Jahr und der Inflation im gleichen Jahr ist negativ. Je höher die Inflation ansteigt, desto geringer werden die realen Returns von Aktien. Negativ werden die Returns aber erst in einem Umfeld extrem hoher Inflation.

Die fallenden realen Returns von Aktien bei steigender Inflation können in starkem Maße durch die Risikoaversion der Anleger erklärt werden. Je höher und volatiler die Inflation, desto risikoaverser werden die Anleger, und desto niedrigere Bewertungen an den Aktienmärkten sind sie bereit zu zahlen.

Auf diese pauschalen Aussagen beschränkte sich der erste Teil unsere Analysen. In diesem zweiten Teil wird es um etwas speziellere Fragen gehen: Kommt man zu anderen Ergebnissen, wenn man die kurze Sicht und die lange Sicht unterscheidet? Wirken sich unterschiedliche Arten von Inflationsregimes unterschiedlich aus? Gibt es Branchen, deren Aktien eher zum Inflationshedge geeignet sind als der Gesamtaktienmarkt? Kann man durch das Zusammenstellen von Portfolios aus Einzelaktien einen besseren Inflationsschutz erzielen als durch eine reine Index-Abbildung? Hilft eine breitere Diversifizierung nach Ländern oder Regionen?

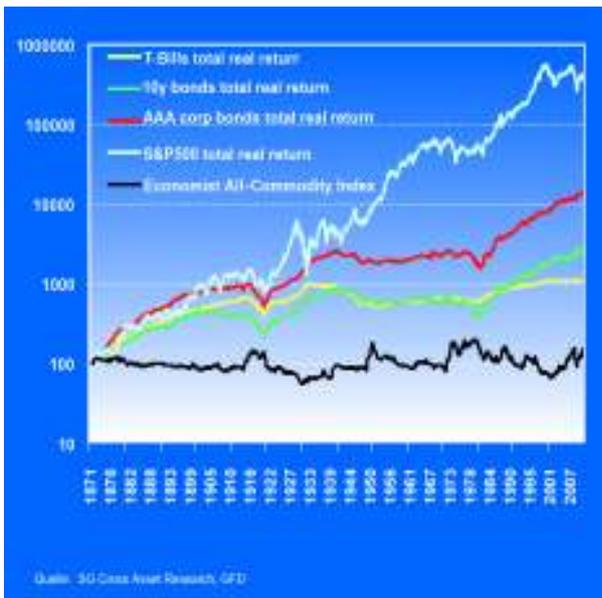
## **Inflation und Aktien – die kurze und die lange Sicht**

Im ersten Teil unserer Studie haben wir uns schwerpunktmäßig mit der Frage beschäftigt, wie die Aktienmärkte auf eher kürzere Sicht auf Inflationsschocks reagieren. Es ging um die Korrelation zwischen den realen Erträgen von Aktien in einem gewissen Jahr und der Inflation im gleichen Jahr. In einem Umfeld, in dem der kurzfristige Performancedruck der Anleger stetig gewachsen und der alljährliche Bilanztermin zum alles entscheidenden Maßstab geworden ist, erscheint dies durchaus als sinnvolle Herangehensweise an die Inflationsschutzfrage.

Dennoch sollte man nicht vernachlässigen, dass die Kapitalanlagen von einigen Investoren vor dem Hintergrund eines längeren Anlagehorizonts erfolgen. Für diese Anleger geht es bei der Frage des Inflationsschutzes von Aktieninvestments nicht um jährliche Korrelationen, sondern um die grundlegende Versicherung, dass Aktieninvestments über längere Sicht Erträge erwirtschaften, die systematisch über der Inflationsrate liegen und somit die Kaufkraft sichern.

Diese Frage wird von den meisten empirischen Untersuchungen mit „ja“ beantwortet. Empirisch beobachtbar ist, dass die Aktienanlage als Realwertinvestment auf lange Sicht einen relativ guten Teuerungsschutz bietet, denn die Aktienreturns liegen unabhängig vom Inflationsregime einigermäßen sicher über der Inflationsrate, wenn man Anlagehorizonte von mindestens 5-10 Jahren, besser aber 15-20 Jahren zugrunde legt.<sup>2</sup> Oder um es mit Jeremy Siegel zu sagen: „Bei einem Anlagehorizont von dreißig Jahren ist der (reale) Ertrag von Aktien nahezu unberührt von der Inflationsrate“ (vgl. Abbildung 1).<sup>3</sup>

Abbildung 1: Realer Ertrag von Assetklassen



Allerdings muss man sich bei Äußerungen dieser Art und bei so langen Anlagehorizonten natürlich fragen, ob es bei diesen empirischen Erfahrungen überhaupt noch um den Inflationsschutz von Aktien geht. Letztlich sagt die Tatsache, dass der Aktienreturn der meisten Aktienindizes über dreißig Jahre über der Inflationsrate liegt, nur noch aus, dass die Aktienrisikoprämie auf lange Sicht ziemlich hoch (über der Inflationsrate) liegt, weil Aktien extrem risikobehaftet sind.

In jedem Falle ist bei der Interpretation des langfristigen Inflationsschutzes von Aktien zu beachten, dass die Aktienreturns auf die Entwicklung der Inflation im Zyklus reagieren.<sup>4</sup> In der ersten Phase einer anziehenden Teuerung sind die realen Renditen an den Aktienmärkten oft niedrig oder sogar im negativen Bereich (restriktive Geldpolitik und steigende Zinsen), erst gegen Ende des Inflationsanstiegs werden die realen Erträge wieder deutlich positiv. Man kann durch eine taktische Asset Allocation-Entscheidung über die Aktienquote im Inflationszyklus (bei beginnender Inflation niedrigere Aktiengewichtung, spätere Erhöhung der Aktienquote, wenn sich der Inflationsanstieg beruhigt) den Inflationshedge mit Aktien verbessern. Über einen ganzen Zyklus hinweg kann man aber dennoch von guter Eignung von Aktieninvestments für einen realen Werterhalt bei höherer Inflation sprechen.<sup>5</sup>

## Inflationsschutz in Abhängigkeit von der Art des Inflationsregimes

Entscheidend für die Frage, wie gut der Inflationsschutz einer Assetklasse wie Aktien in einer bestimmten Phase ausfällt, ist nicht nur die Höhe der Inflationsrate, sondern auch die Art des Inflationsregimes.

Es kommt darauf an, welches die treibenden Faktoren der Inflation sind. Befindet sich die Volkswirtschaft in einem Regime, in dem die Inflation von den Unternehmen ausgeht, weil sich in einer boomenden Volkswirtschaft mit starken Wachstumsraten Preisüberwälzungsspielräume ergeben, so bieten Aktien (neben Rohstoffen) als Sachwertinvestments in die Stärke der Volkswirtschaft

naturgemäß einen guten Inflationsschutz, weil die Unternehmensgewinne mit der Inflation ansteigen (vgl. Abbildung 2).<sup>6</sup>

Abbildung 2: Jährliche Erträge in unterschiedlichen wirtschaftlichen Szenarien (1929-2007)

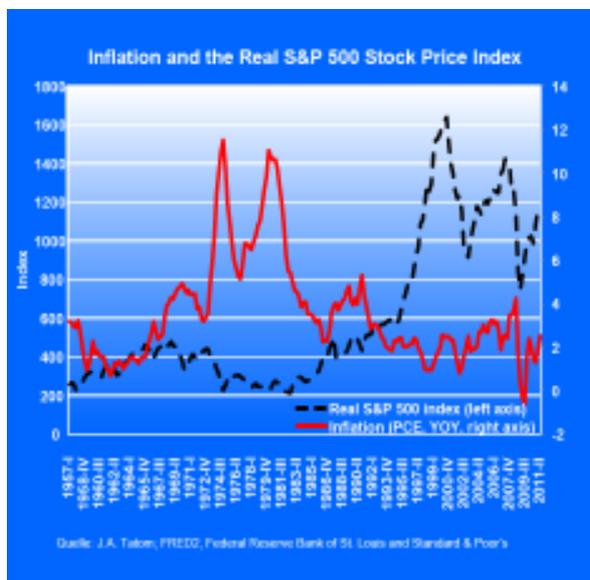
| Regime             | Equity | Bonds | T-Bills | Commodities |
|--------------------|--------|-------|---------|-------------|
| Low GDP, Low CPI   | 14,0   | 9,3   | 2,9     | 0,4         |
| High GDP, Low CPI  | 10,6   | 5,2   | 1,3     | -0,8        |
| High GDP, High CPI | 8,4    | -1,4  | -1,0    | 21,7        |
| Low GDP, High CPI  | -1,9   | -5,0  | -1,7    | 13,7        |

Quelle: Deutsche Bank; Barclays Capital; Stand Ende 2007

Kommt die Inflation aber eher von einer falschen Geldpolitik, einer Rohstoffverknappung, Protektionismus, extremer Volatilität der volkswirtschaftlichen Daten oder überhöhter Lohnabschlüsse in einer Phase schwachen Wachstums und tief sitzender Strukturprobleme, ist der Inflationsschutz von Aktieninvestments ziemlich begrenzt. Insbesondere in Zeiten geringen Wachstums und hoher Inflation tendieren Aktien dazu, schwache Erträge zu generieren.

Deutlichstes Beispiel für eine solche Entwicklung ist die geringe Performance der Aktienmärkte in der Stagflation der 1970er Jahre (vgl. Abbildung 3).<sup>7</sup>

Abbildung 3: Inflation und der reale S&P 500 Index



Diese Sichtweise wird in vielen Studien bestätigt. In einem Regime von Angebotschocks, volatiler Volkswirtschaften und schwachen Wachstums ist es relativ schwierig, sich vor Inflation zu schützen. Hier bieten in der Regel Inflation-Linked Bonds und Rohstoffe noch die beste Absicherung.

Im Falle von Nachfrageschocks, höherer Wachstumsdynamik oder einer generell weniger volatilen Volkswirtschaft spielen Aktien (und Immobilien) hingegen eine wichtige Rolle beim Inflationsschutz, insbesondere wenn man höhere reale Returnerwartungen hat und einen längeren Anlagehorizont betrachtet. Wenn man einen höheren realen Return als ein Prozent per annum benötigt und einen sehr langen Anlagehorizont zugrunde legt, empfiehlt sich ein sehr großer Schwerpunkt auf Aktieninvestments, weitgehend unabhängig vom Inflationsregime.<sup>8</sup>

Der Inflationshedge von Aktien ist zudem auf lange Sicht umso erfolgreicher, je größer die Inflationpersistenz ist. Ist die Inflation länger anhaltend recht hoch und verläuft die Inflationsentwicklung nicht zu volatil, können sich die Unternehmen besser auf die Inflation einstellen, sodass auch die Aktienreturns stetiger verlaufen.<sup>9</sup>

### **Inflationsschutz von Aktien spezieller Branchen**

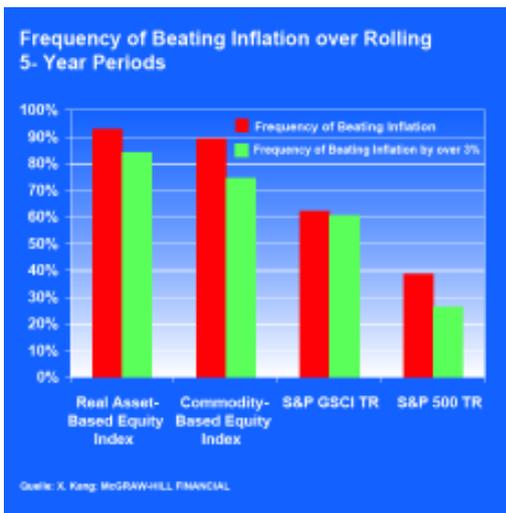
Aktieninvestments gemessen am realen Return breit aufgestellter Aktienindizes bieten also einen (begrenzten) langfristigen Inflationsschutz. Durch die Konzentration der Kapitalanlagen auf Aktien gewisser

Branchen, die eine engere Anbindung an die Inflationszyklen bieten, kann der Inflationsschutz sogar deutlich verbessert werden.

Von vielen Investoren werden Sachwertinvestitionen in die Bereiche der Wirtschaft, die handfest, essentiell und in allen Wirtschaftsphasen für die Gesellschaft unverzichtbar sind, als besonders inflationsresistent und krisensicher angesehen. Dazu gehören viele Rohstoffinvestments, Immobilien und monopolartige Infrastruktur. Das Exposure zu diesen essentiellen Sachwerten („Real Assets“) der Volkswirtschaft lässt sich mittlerweile in vielfältiger Weise direkt etablieren.<sup>10</sup>

Wir wollen hier Aktieninvestments wie Rohstoffaktien, REITs und öffentlich gehandelte Infrastrukturaktien untersuchen, die diese Art des Sachwertexposures indirekt herstellen. Auf die Vor- und Nachteile eines direkten und indirekten Investments in Real Assets werden wir noch in einer späteren Publikation eingehen. In dieser Studie soll uns nur interessieren, dass mit der Konzentration auf Aktienportfolios mit einem Real Asset Exposure oder einem Rohstoffexposure die Inflationshedge-Eigenschaft der Aktien zumindest in der Historie über einen vollen Zyklus gesehen deutlich verbessert werden konnte ( vgl. Abbildung 4).<sup>11</sup>

Abbildung 4: Inflationsschutz von Aktiensektoren



Etwas nüchterner fällt die Analyse allerdings aus, wenn man genauer auf die Erfahrungen der großen Stagflation der 1970er Jahre in den USA zurückblickt, insbesondere auf die beiden Inflationsperioden von April 1973 - November 1974 und Dezember 1976 - April 1980. Während in der zweiten längeren Inflationsperiode relativ viele Branchen, neben Rohstoffwerten auch Verteidigung, Medizinwerte und Technologie einen guten Inflationsschutz boten, lieferten in der ersten, überraschenden und kürzeren Inflationsperiode nur Goldwerte und Öldienstleister eine erfolgreiche Inflationssicherung. (vgl. Abbildung 5).<sup>12</sup>

Abbildung 5: Faktorenreturns nach MSCI Barra in Inflationsperioden

|                        | Cumulative Factor Returns |                     | Strength of Cumulative Factor Returns |                     |
|------------------------|---------------------------|---------------------|---------------------------------------|---------------------|
|                        | 1973 Apr - 1974 Nov       | 1976 Dec - 1980 Apr | 1973 Apr - 1974 Nov                   | 1976 Dec - 1980 Apr |
| <b>INDUSTRY FACTOR</b> |                           |                     |                                       |                     |
| Gold                   | 74.2%                     | 124.7%              | +++                                   | +++                 |
| Oil Services           | 22.3%                     | 70.5%               | +++                                   | +++                 |
| Energy Reserves        | -23.2%                    | 64.3%               | ---                                   | +++                 |
| Oil Refining           | -2.6%                     | 49.2%               | -                                     | +++                 |
| Defense & Aerospace    | -47.4%                    | 39.6%               | ---                                   | +++                 |
| Medical Products       | 0.0%                      | 68.0%               | ---                                   | +++                 |
| Drugs                  | -27.4%                    | 28.1%               | ---                                   | +++                 |
| Tobacco                | -27.7%                    | 7.3%                | ---                                   | ++                  |
| Hotels                 | -59.5%                    | 33.6%               | ---                                   | +++                 |
| Semiconductors         | -21.3%                    | 38.2%               | ---                                   | +++                 |
| Electronic Equipment   | -48.7%                    | 32.3%               | ---                                   | +++                 |
| Computer Hardware      | -60.4%                    | 27.8%               | ---                                   | +++                 |
| Media                  | -58.0%                    | 20.3%               | ---                                   | +++                 |
| Information Services   | -42.9%                    | 11.1%               | ---                                   | +++                 |
| Heavy Electrical Eqp   | -46.4%                    | 5.0%                | ---                                   | +                   |
| <b>STYLE FACTOR</b>    |                           |                     |                                       |                     |
| Earnings Yield         | 8.4%                      | 19.5%               | ++                                    | +++                 |
| Value                  | 7.9%                      | 2.9%                | ++                                    | +                   |
| Leverage               | -5.9%                     | -2.9%               | --                                    | -                   |
| Size                   | 0.7%                      | -16.3%              |                                       | ---                 |

Notes: +++: Value > 10% pt, ++: Value > 5% pt, +: Value > 1% pt  
 ---: Value < -10% pt, --: Value < -5% pt, -: Value < -1% pt

Quelle: MSCI Barra

## Inflationsschutz durch Portfolios von Einzelaktien

Abbildung 5 zeigt außerdem, dass die Konstruktion von Aktienportfolios gemäß bestimmter Risikofaktoren bzw. Managementstile den Inflationsschutz verbessert. In beiden Inflationsperioden der 1970er Jahre boten Aktien mit hoher Gewinnrendite, niedrigem Leverage und echte Value-Titel (hohe Free Cash Flows) eine gute Realrendite, während man Titel mit hohem Leverage, niedriger Gewinnrendite und niedrigen Free Cash Flows meiden musste.

Konsequent ist es daher, wenn die Anleger zum Inflationsschutz mit Aktien nicht nur eine bestimmte Branchenallokation vornehmen, sondern sogar bewusst Aktienportfolios konstruieren, deren Einzeltitel danach selektiert werden, ob ihre Returns historisch besonders (positiv) elastisch auf Inflation reagiert haben. Dadurch sollten sich die Inflation-Hedges gegenüber einem Branchenansatz noch einmal deutlich verbessern, denn die Dispersion der Fähigkeit von Aktien, gegen Inflation zu schützen, ist selbst innerhalb von einzelnen Branchen wie beispielsweise Technologie riesig.

Aktien werden zur Konstruktion inflationsgeschützter Portfolios danach ausgewählt, ob die Kovarianz ihrer Returns mit der Inflation oder ihre sogenannten Inflation-Betas in der Vergangenheit hoch und positiv waren. Es zeigt sich, dass diese Portfolios einen generell besseren Inflationsschutz bieten als breite Portfolios, die sich an den gängigen (marktkapitalisierungsgewichteten) Aktienindizes orientieren. Nicht überraschend konzentrieren sich diese Einzeltitel in starkem Maße auf die Branchen Gold- und Rohstoffe, Grundstoffe und Technologie, aber auch die Hersteller essentieller Konsumgüter, Pharmawerte und ausgewählte Industriewerte kommen für solche Portfolios in Frage (vgl. Abbildung 6).<sup>13</sup>

Ein Investor, dessen Ziel es ist, sich auf eine Phase hoher Inflation vorzubereiten, würde optimalerweise eine Portfolio halten, das gemäß der höchsten Inflation- Betas selektiert wird. Er würde dabei Aktien von Firmen auszuwählen, die über Marktmacht und Preisüberwälzungsspielräume verfügen, was erfahrungsgemäß in vielen Inflationsphasen eher Unternehmen aus dem Grund- und Rohstoffsektor, generell ziemlich weit vorne in der Produktionskette agierende Unternehmen oder Technologieführer kennzeichnet. Nichtzyklische Titel haben meist eine hohe positive Kovarianz mit der Inflation; zyklische Werte, Titel mit niedrigem Free Cash Flow, kapitalintensive Branchen, Banken, Retailer, Fluglinien, Getränkehersteller und Versorger meist eine negative. Diese Erkenntnisse lassen sich über Aktien-Long-Short-Konzepte zum Inflationsschutz nutzen.<sup>14</sup>

Dieses erfreuliche und leicht anwendbare empirische Ergebnis ist aber mit zwei Wermutstropfen behaftet. Einerseits ist bei der konkreten Umsetzung zu bedenken, dass die Kovarianzen und Inflation-Betas instabil und keineswegs zeitinvariant sind, sondern im Zeitverlauf häufig die Vorzeichen wechseln und generell großer Volatilität unterliegen. Hier ist aktives Management gefordert, um das Portfolio stetig daran anzupassen, wie viel Preismacht die Unternehmen in bestimmten Phasen tatsächlich haben und ob die Technologieführerschaft wirklich Marktmacht, eine bessere Marktpositionierung und Wettbewerbsvorteile generiert.<sup>15</sup>

Abbildung 6: Einzeltitel nach Inflation-Beta im S&amp;P 500

**Table 1: Twenty best inflation hedging stocks, regression of monthly returns on inflation, October 1989 – May 2010**

| Company Name                  | Sector             | Ann. Mean | Ann. Mean real | $\alpha$ | $\beta$ inflation | Obs.           |     |
|-------------------------------|--------------------|-----------|----------------|----------|-------------------|----------------|-----|
| ENTERASYS NETWORKS            | Technology         | 27.11%    | 24.61%         | 0.02     | (0.96)            | 15.63 (1.22)   | 74  |
| US SURGICAL                   | Healthcare         | 0.88%     | -1.55%         | -0.01    | (-0.60)           | 12.81 (1.15)   | 74  |
| SPRINT                        | Telecommunications | -42.08%   | 39.57%         | 0.06***  | (2.48)            | 8.72 (1.22)    | 64  |
| TENET HEALTHCARE              | Healthcare         | 10.89%    | 8.19%          | 0.00     | (0.12)            | 8.43** (1.65)  | 248 |
| NATIONAL OILWELL VARCO        | Oil & Gas          | 20.26%    | 17.90%         | 0.01     | (-1.17)           | 7.16*** (2.35) | 62  |
| HOMESTAKE MINING              | Basic Materials    | 2.18%     | -0.72%         | 0.00     | (0.03)            | 6.95** (1.71)  | 145 |
| ASARCO                        | Basic Materials    | 6.74%     | 3.78%          | -0.01    | (-0.61)           | 6.52 (1.07)    | 120 |
| PLACER DOME                   | Basic Materials    | 7.05%     | 4.13%          | 0.00     | (-0.40)           | 6.44* (1.45)   | 161 |
| HARNISCHFEGER                 | Industrials        | -1.06%    | -4.01%         | -0.01    | (-0.87)           | 6.02 (0.59)    | 116 |
| LIZ CLAIRBORNE                | Consumer Goods     | 2.11%     | -0.67%         | 0.00     | (-0.48)           | 5.83 (0.92)    | 230 |
| MASSEY ENERGY                 | Basic Materials    | 4.52%     | 2.00%          | -0.01    | (-0.71)           | 5.72 (0.85)    | 197 |
| B2 SERVICES                   | Oil & Gas          | 8.79%     | 6.34%          | 0.00     | (0.09)            | 5.70*** (2.03) | 94  |
| MALLINCHRODT                  | Healthcare         | 16.65%    | 13.65%         | 0.00     | (0.63)            | 5.50 (1.07)    | 132 |
| MAXUS ENERGY                  | Oil & Gas          | -1.68%    | -5.16%         | -0.02    | (-1.11)           | 5.42 (1.02)    | 65  |
| SEARS HOLDINGS                | Consumer Services  | 2.59%     | 0.23%          | 0.00     | (0.45)            | 5.23*** (2.42) | 248 |
| HALLIBURTON                   | Oil & Gas          | 14.40%    | 11.69%         | -0.01    | (-0.61)           | 5.23 (1.04)    | 62  |
| JONES APPAREL GROUP           | Consumer Goods     | -22.54%   | -25.11%        | -0.02**  | (-2.13)           | 5.19 (1.03)    | 88  |
| JDS UNIPHASE                  | Technology         | -20.17%   | -22.63%        | -0.01    | (-0.87)           | 5.15 (1.20)    | 116 |
| FREEMPORT MCMOR COPPER & GOLD | Basic Materials    | 19.75%    | 17.33%         | 0.01     | (0.47)            | 5.12 (1.38)    | 178 |
| ADOBE SYSTEMS                 | Technology         | 26.17%    | 23.78%         | 0.02**   | (1.85)            | 5.09** (1.83)  | 156 |
| S&P500                        |                    | 8.62%     | 6.12%          | 0.00     | (1.07)            | -0.62 (-0.33)  | 248 |

\*\*\*, \*\*, \* significant respectively at the 1%, 5% and 10% level  
 $\alpha$  represents the constant of the FFC regression in equation (2)

Quelle: A. Ang / M. Berez

Andererseits ist der Inflationsschutz normalerweise nicht das einzige Investmentziel. Es ist wahrscheinlich, dass eine Fokussierung auf Inflationsschutz Geld kostet oder Zusatzrisiken generiert, weil man eine starke Risikofaktor-, Branchen- oder Investmentstilkonzentration eingeht, wenn man inflationssichere Aktienportfolios zusammenstellen will. Dies hätte zur Folge, dass man zugunsten eines (einseitigen) Inflationsschutzes andere Ziele, die Ertragspotentiale vieler anderer Aktientitel sowie Bewertungsfragen vernachlässigt (in bestimmten Phasen will jeder Inflationsschutz kaufen). Die impliziten Risiken des Fokus auf Inflationsschutz holen einen spätestens dann ein, wenn sich die Inflationsbefürchtungen als unbegründet erweisen. Aus unserer Sicht ist der Einbau von Inflationsschutz daher Teil einer breiteren Zielfunktion in der Vermögensanlage und damit eine wichtige Aufgabe der strategischen Asset Allocation, bei der aber die verschiedenen Ziele und Nebenwirkungen sehr wohl gegeneinander abgewogen werden müssen.

## Inflationsschutz erfordert Globalisierung der Portfolios

Um die Abhängigkeit der Aktienreturns von der Inflationsentwicklung in einem Land oder einer Region zu reduzieren, bietet sich eine stärkere Internationalisierung bzw. Globalisierung der Kapitalanlagen an.<sup>16</sup> Je breiter ein Aktienportfolio regional diversifiziert ist, desto größer ist die Möglichkeit, Aktien zu bevorzugen, die von einem negativen Inflationsumfeld in einem Land weniger betroffen sind.

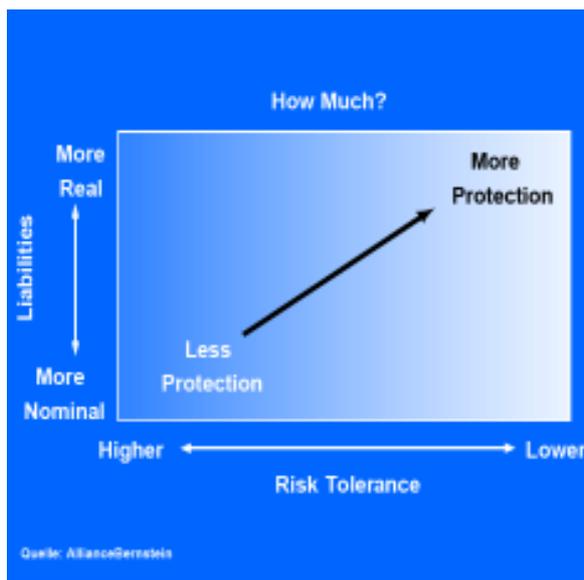
Global gesehen gibt es selten einen Zyklus, bei dem in allen Regionen zur gleichen Zeit Inflation zum Problem wird. Investiert man in ein globales Aktienportfolio, ist es fast sicher möglich, Aktien zu bevorzugen, die Exposures zu Regionen haben, die von einer negativen Inflationsentwicklung (und daher Zinsentwicklung) weniger betroffen sind. Zudem erleichtert die globale Diversifizierung auch die Branchendiversifizierung in Werte, die inflationsgeschützt sind, und es ist in einem globalen Portfolio viel leichter, Aktientitel zu selektieren, deren Returns eine positive Kovarianz mit globalen Inflationsraten oder ein positives Inflationsbeta aufweisen. Insbesondere der Einbezug von Emerging Markets-Aktien in ein globales Portfolio kann den Inflationsschutz verbessern.<sup>17</sup>

## Art der Verpflichtungen bestimmt Bedarf an Inflationsschutz

Bisher haben wir uns ausschließlich auf die Eigenschaften der Assetklasse Aktien an sich konzentriert, dabei aber völlig auf einen Bezug zu den „Liabilities“ des Investors verzichtet. Der Bedarf an Inflationsschutz (durch Aktien) ist aber keinesfalls für alle Investoren gleich hoch, sondern hängt in starkem Maße von der Ausgestaltung ihrer finanziellen Verpflichtungen ab. Da die Verpflichtungen sowie die Risikoaversion der Investoren sehr unterschiedlich sind, ist der Bedarf an Inflationsschutz individuell an die Institution gebunden, so dass es nicht eine einzige Antwort auf die Frage gibt, wie die richtige Anlagelösung zur Vorbereitung auf Inflationsrisiken für alle Anleger auszusehen hat.<sup>18</sup>

Eine entscheidende Frage für den nötigen Inflationsschutz ist beispielsweise die, ob die Verpflichtungsseite des Anlegers explizit oder implizit an die Inflation indexiert ist (wie beispielsweise viele Pensionszusagen), ob es sich also sozusagen um reale Verpflichtungen handelt. Steigen die Verpflichtungen mit der steigenden Inflation, ist es auch auf der Assetseite viel entscheidender, dass auch deren Returns relativ sicher mit der Inflation steigen oder zumindest auf lange Sicht deutlich über der Inflationsrate liegen. Dies erhöht die Notwendigkeit von Real Assets, Immobilien und (globalen) Aktien im Portfolio deutlich. Idealerweise müsste der Investor generell versuchen, die Inflationssensitivität von Assets und Liabilities unter Berücksichtigung seiner Risikoaversion aufeinander abstimmen (vgl. Abbildung 7).<sup>19</sup>

Abbildung 7: Wie viel Inflationsschutz?



## Zusammenfassung

Angesichts der hohen Verschuldung der OECD Staaten, der extrem expansiven Geldpolitik fast aller wichtigen Zentralbanken, steigender Löhne in den Emerging Markets und wachsender Widerstände gegen Deregulierung und Globalisierung fürchten viele kontinentaleuropäische Anleger mittelfristig einen Anstieg der Inflation und wegen ihrer hohen Allokation in finanzielle Assetklassen wie Staatsanleihen oder Pfandbriefen Realwertverluste ihres Vermögens.

In diesem Umfeld erwägen manche Anleger Aktieninvestments zur Diversifikation ihrer Rentenportfolios, da diese im Gegensatz zu anderen Sachwerten durch eine hohe Liquidität, Transparenz und Hedgebarkeit gekennzeichnet sind. Die Eignung von Aktien als Inflationsschutz ist für diese Anleger eine grundlegende Frage.

Untersucht man über die letzten hundert Jahre den empirischen Zusammenhang der jährlichen realen Erträge von Aktieninvestments (gemessen an gängigen Aktienindizes) mit der Inflation im gleichen Jahr, hebt man also sozusagen auf die kurze Sicht ab, zeigt sich ein recht widersprüchliches Bild.

Einerseits lässt sich in fast allen Märkten nachweisen, dass die jährlichen realen Returns von Aktien in allen Jahren mit höherer Inflation höher sind als die von Renten und auch fast immer positiv. Insofern bietet die Portfoliobeimischung von Aktien zu Rentenportfolios sowohl eine Diversifikation als auch einen verbesserten realen Werterhalt im Inflationsfall.

Andererseits ist der (kurzfristige) Inflationsschutz begrenzt, denn die Korrelation von realen Aktienreturns in einem Jahr und der Inflation im gleichen Jahr ist negativ. Je höher die Inflation ansteigt, desto geringer werden die realen Returns von Aktien. Negativ werden die Returns aber erst in einem Umfeld extrem hoher Inflation.

Die Frage nach dem Inflationsausgleich der Aktienreturns auf die längere Sicht wird von dem meisten empirischen Untersuchungen mit „ja“ beantwortet. Empirisch beobachtbar ist, dass die Aktienanlage als Realwertinvestment auf lange Sicht einen relativ guten Teuerungsschutz bietet, denn die Aktienreturns liegen unabhängig vom Inflationsregime (wegen der hohen langfristigen Aktienrisikoprämie) einigermaßen sicher über der Inflationsrate, wenn man Anlagehorizonte von mindestens 5-10 Jahren, besser aber 15-20 Jahren zugrunde legt.

Allerdings schützen Aktien in unterschiedlichen Inflationsregimen unterschiedlich gut vor Inflation. Insbesondere in Zeiten geringen Wachstums, Strukturproblemen und hoher Inflation – wie während der Stagflation der 1970er Jahre – tendieren Aktien dazu, nur geringe Erträge zu erwirtschaften. In solchen Phasen ist der Inflationsschutz eher beschränkt, selbst über einen ganzen Zyklus.

Will der Anleger den Inflationsschutz von Aktien verbessern, kann er sich auf speziell konstruierte Aktienportfolios fokussieren, indem er Branchen oder Einzeltitel selektiert, bei denen die Kovarianz der Returns mit der Inflation oder die Inflation-Betas hoch und positiv waren. Es zeigt sich, dass diese Portfolios einen generell besseren Inflationsschutz bieten als breite Portfolios, die sich an den gängigen (marktkapitalisierungsgewichteten) Aktienindizes orientieren. Allerdings erkaufte sich der Anleger diesen verbesserten Inflationsschutz möglicherweise mit dem Verzicht auf Erträge oder mit einer Konzentration auf bestimmte Faktorisiken.

Verbessert werden kann der Inflationsschutz von Aktienportfolios auch durch eine Globalisierung der Portfolios. Es gibt selten einen Zyklus, bei dem in allen Weltregionen zur gleichen Zeit Inflation auftritt. Investiert man in ein globales Aktienportfolio, ist es fast sicher möglich, Aktien zu bevorzugen, die Exposures zu Regionen haben, die von einer negativen Inflationsentwicklung (und daher Zinsentwicklung) weniger betroffen sind. Dies gilt umso stärker, je weiter der Begriff „global“ auch auf die Emerging Markets ausgedehnt wird.

Eine entscheidende Frage für den nötigen Inflationsschutz ist die, ob die Verpflichtungsseite des Anlegers explizit oder implizit an die Inflation indexiert ist (wie beispielsweise viele Pensionszusagen),

ob es sich also sozusagen um reale Verpflichtungen handelt. Steigen die Verpflichtungen mit der steigenden Inflation, ist es auch auf der Assetseite viel entscheidender, dass auch deren Returns relativ sicher mit der Inflation steigen oder zumindest auf lange Sicht deutlich über der Inflationsrate liegen. Dies erhöht die Notwendigkeit von Real Assets, Immobilien und (globalen) Aktien im Portfolio deutlich.

Verfasser: Werner Krämer  
Tel.: 069 / 50606 - 140

### Literaturverzeichnis/Quellenangaben

- 1 A. Kunz: Kalte Enteignung, Wirtschaftswoche, 9.1.2012, S. 20-24.
- 2 J.R. Lothian / C.H. McCarthy: Equity Returns and Inflation – The Puzzlingly Long Lags, Fordham University White Paper, Mai 2001; J. Boudoukh / M. Richardson: Stock Returns and Inflation – A Long- orizon Perspective, The American Economic Review, Vol. 83, No. 5, Dezember 1993, S. 1346-1355; L. Spierdijk / Z. Umar: Stocks, Bonds, T-Bills and Inflation Hedging, University of Groningen White Paper, 2. November 2011.
- 3 H.R. Gold: Don't Count on stocks as an inflation hedge, MarketWatch, 9. März 2012; D. Gryce: Commodities for the long run?, Societe General Popular Delusions, 15. Dezember 2010.
- 4 A.P. Attié / S.K. Roache: Inflation Hedging for Long-Term Investors, IMF Working Paper, April 2009.
- 5 N. Bürkler / F. Gasser / C. Huber: Wie kann ein Investor von einem inflationären Umfeld profitieren?, IFZ Working Paper No. 0018/2011, August 2011.
- 6 K. Martini / H. Kaiser: Die Welt im Wandel – Teil 3: Im Banne der Inflation, Deutsche Bank PWM Präsentation, 17. Juni 2008.
- 7 J.A. Tatom: Inflation and Asset Prices, Working Paper, Networks Financial Institute at Indiana State University, November 2011.
- 8 M. Briere / O. Signori: Inflation-Hedging Portfolios – Economic Regimes Matter, Journal of Portfolio Management, 2012; PIMCO: Will Volatile Markets and Inflation Unravel the Best Laid Retirements Plans?, Webcast sponsored by Dow Jones Indexes and PIMCO, 10. Oktober 2008.
- 9 P.C. Schotman / M. Schweitzer: Horizon sensitivity of the inflation hedge of stocks, Journal of Empirical Finance 7, 2000, S. 301-315.
- 10 G. Thilenius: Sind Aktien reale Sachwerte?, asset avenue, Mai 2012, S. 24-25.
- 11 X. Kang: Accessing Real Assets through Equities, S&P Practice Essentials, S&P Indices White Paper, 2011.
- 12 MSCI Barra: Hedging Inflation with Equities, MSCI Barry Research Bulletin, Juli 2008.
- 13 A. Ang / M. Brière / O. Signori: Inflation and Individual Equities, Columbia Business School White Paper, 6. April 2011; F. Curto et al.: The danger of equities from inflation, Deutsche Bank Global Markets Research, 1. April 2011.
- 14 V.L. Bernard / T.J. Frecka: Evidence on the Existence of Common Stock Inflation Hedges, BEBR Working Paper, Februar 1982.

- 15 G. Bekaert / X. Wang: Inflation Risk and the Inflation Risk Premium, Economic Policy, 25(64), Oktober 2010, S. 755-806.
- 16 S. Stevenson: Inflation hedging for diversified portfolios, Schroder Talking Point, August 2009.
- 17 S. Bruno / L. Chincarini: Hedging Inflation Internationally, IndexIQ White Paper, 16. Januar 2010.
- 18 E.J. O'Donnel: Real Assets and Inflation Hedge Investing, NEPC White Paper, August 2009.
- 19 AllianceBernstein: Deflation Inflation – Redefining the Inflation- Resistant Portfolio, AB Working Paper, April 2010.

**Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH**

Neue Mainzer Straße 75

60311 Frankfurt

Tel.: 069 - 50 60 6 – 0; Fax: 069 - 50 60 6 - 100

Neuer Wall 9

20354 Hamburg

Tel.: 040 - 35 72 90 – 20 ; Fax: 040 - 35 72 90 - 29

[www.lazardnet.de](http://www.lazardnet.de)

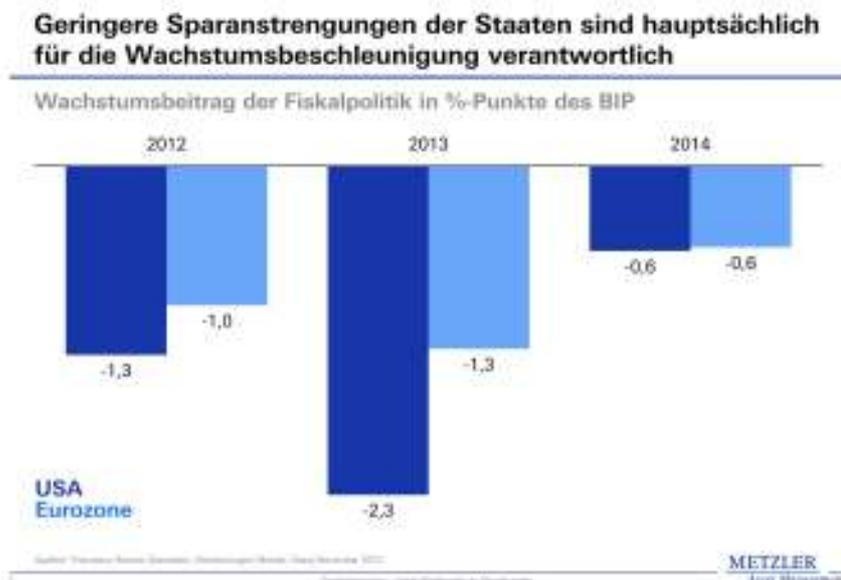
Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Neue Mainzer Straße 75, 60311 Frankfurt am Main, Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen, und keine Aussage in diesem Bericht ist als solche Garantie zu verstehen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers/der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung von Lazard oder deren assoziierter Unternehmen dar. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder Lazard noch deren assoziierte Unternehmen übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieser Publikation oder deren Inhalt. Weder diese Veröffentlichung noch ihr Inhalt noch eine Kopie dieser Veröffentlichung darf ohne die vorherige ausdrückliche Erlaubnis von Lazard auf irgendeine Weise verändert oder an Dritte verteilt oder übermittelt werden. Mit der Annahme dieser Veröffentlichung wird die Zustimmung zur Einhaltung der o.g. Bestimmungen gegeben.

# METZLER

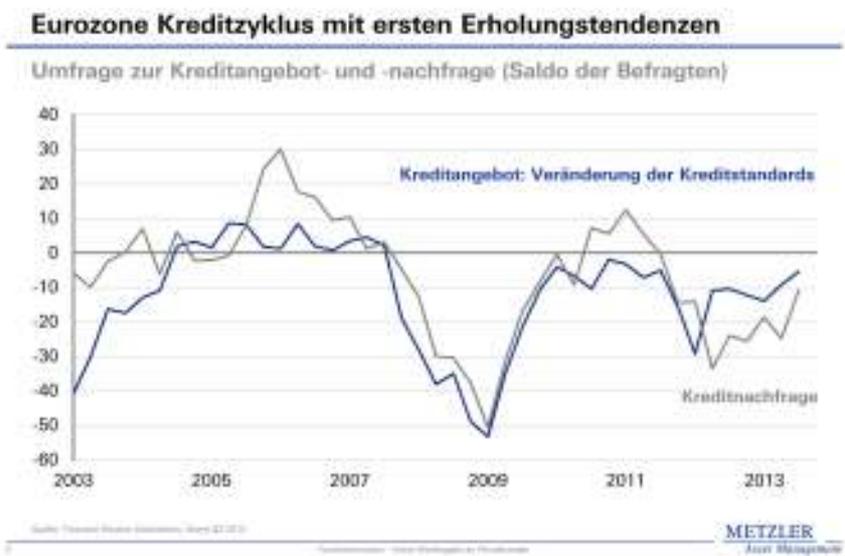
## *Asset Management*

### **Metzler - Europäische Aktien: Chancen beim Stock-Picking von Wachstumsaktien mit Geschäftsfokus auf Europa**

Die Wirtschaft der Eurozone ließ in diesem Jahr endgültig die über sechs Quartale dauernde Rezession hinter sich: Das Wachstum betrug 0,3 % im zweiten Quartal und 0,1 % im dritten Quartal. Die Entwicklung in anderen europäischen Staaten war sogar deutlich dynamischer. So beschleunigte sich das Wirtschaftswachstum beispielsweise in Großbritannien von 0,3 % im ersten Quartal auf 0,6 % im zweiten und 0,8 % im dritten Quartal. Interessanterweise übertrafen diese eher moderaten Wachstumszahlen die zum Teil sehr pessimistischen Erwartungen der Marktteilnehmer. Dieser Trend dürfte sich auch im kommenden Jahr fortsetzen. So dürfte das Wachstum Gesamteuropas von 0,1 % in diesem Jahr auf knapp 2,0 % im kommenden Jahr steigen – die stärkste Wachstumsbeschleunigung weltweit. Gründe dafür liegen in geringeren Sparanstrengungen der europäischen Staaten und in einer Belebung der privaten Nachfrage. In der Eurozone dämpfte die staatliche Sparpolitik das Wirtschaftswachstum 2013 um etwa 1,3 %-Punkte. Im Jahr 2014 dürfte die Fiskalpolitik nur noch 0,6 %-Punkte an BIP-Wachstum kosten, sodass sich ein positiver Wachstumsimpuls von 0,7 %-Punkten für 2014 ergibt.



Darüber hinaus ist mit zunehmend positiven Effekten von der privaten Nachfrage zu rechnen. Die Umfrage der Europäischen Zentralbank bei den Geschäftsbanken im dritten Quartal 2013 ergab, dass die Kreditstandards kaum mehr verschärft wurden und sich die Kreditnachfrage nahezu stabilisierte. Die Verbesserungstendenzen im Kreditzyklus zeigten sich schon im September: Noch im Juli sank die Kreditvergabe an den privaten Sektor um 3,8 % (ggü. drei Monaten zuvor; annualisiert), im September dagegen nur noch um 2,1 %. Studien zum sogenannten Kreditimpuls zeigen, dass die Realwirtschaft von der Veränderung der Wachstumsrate bei der Kreditvergabe beeinflusst wird – und nicht von der Veränderung der Höhe ausstehender Kredite.



Im Gegensatz zur Wachstumsbeschleunigung in Europa dürfte sich das Wirtschaftswachstum in den Schwellenländern im kommenden Jahr entgegen der allgemeinen Erwartungen leicht verlangsamen. Die Kreditvergabe an die Unternehmen der Schwellenländer wuchs von Ende 2009 bis Ende 2012 rasant um insgesamt knapp 50 %, wobei ein nicht unerheblicher Anteil an Krediten sehr wahrscheinlich fehlallokiert wurde. Entsprechend kämpfen viele Schwellenländer nun mit einer steigenden Zahl notleidender Kredite, zudem halten sich die dortigen Banken bei der Kreditvergabe derzeit eher zurück.



Die Risiken für eine größere Schwellenländerkrise sind jedoch eher gering: Einerseits dürften sich die Exporte der Schwellenländer in die Industrienationen erholen und andererseits befinden sich die meisten Schwellenländer mit einem Leistungsbilanzüberschuss in einer komfortablen Position.

Wir ziehen daher folgende Schlussfolgerungen für europäische Aktien:

1. Die positiven Wachstumsperspektiven für Europa deuten auf Kurspotenzial für europäische Aktien infolge steigender Unternehmensgewinne. Zumal sie im internationalen Vergleich günstig bewertet sind.



2. Innerhalb des europäischen Marktes dürfte es zu Trendwechseln kommen. Seit 2007 entwickelten sich die Kurse von Aktien europäischer Unternehmen mit einem Geschäftsfokus überwiegend im nichteuropäischen Ausland (vor allem in den Schwellenländern) deutlich besser als Aktien mit einem Geschäftsfokus in Europa. Die Marktteilnehmer gingen dabei davon aus, dass die Wirtschaft in den Schwellenländern auf lange Zeit robust wachsen dürfte und dagegen in den Industrienationen infolge des Schuldenabbaus eher stagnieren würde. Jedoch dürfte Europa zumindest 2014 die besseren Wachstumsperspektiven im Vergleich zu den Schwellenländern aufweisen.



Darüber hinaus dürfte die Bilanzqualität eines Unternehmens (Netto-Verschuldung im Verhältnis zu

EBITDA) als Performance-Kriterium wieder an Bedeutung verlieren. Seit Ausbruch der Finanzmarktkrise im Jahr 2007 erzielten Unternehmen mit einer niedrigen Verschuldung eine deutlich bessere Wertentwicklung als Unternehmen mit einer hohen Verschuldung. Die immer wieder auftretenden Finanzmarkturbulenzen in den vergangenen Jahren schürten die Angst, dass Unternehmen mit einer hohen Verschuldung in Finanzierungsschwierigkeiten geraten könnten. Die Vergangenheit zeigte jedoch, dass in Erholungsphasen nach einer Krise, in denen die Finanzierungsrisiken für die Unternehmen sanken, die Investoren am Aktienmarkt sehr schnell auf die riskanteren Unternehmen mit höherer Verschuldung aber größerem Kurspotenzial umschwenkten.



Insgesamt ließ sich in den vergangenen Jahren beobachten, dass sich die Investoren am europäischen Aktienmarkt sehr einseitig auf defensive Aktien mit internationaler Ausrichtung, niedriger Verschuldung und hoher Dividende fokussierten. Damit versuchten sie – vor dem Hintergrund des Niedrigzinsumfeldes –, die Eigenschaften einer Anleihe durch eine Aktie zu replizieren. Das führte dazu, dass im Marktsegment der defensiven Aktien mit hoher Bilanzqualität die Kurse zum Teil deutlich stärker stiegen als die Erträge. Dementsprechend erhöhte sich auch der Bewertungsaufschlag dieser Aktien deutlich. Diese bisher sehr einseitige Fokussierung der Marktteilnehmer eröffnet Chancen bei vielen bisher eher ungeliebten Wachstumsaktien mit Geschäftsfokus auf Europa. So dürften zunehmend wieder die Unternehmen in der Gunst der Anleger steigen, die in der Aufschwungsphase überdurchschnittliche Gewinnsteigerungsraten erzielen können. In einem Umfeld, in dem der Wachstumstrend der Weltwirtschaft niedriger ist als vor der Finanzmarktkrise, sind Unternehmen mit einem hohen Gewinnwachstum zwangsläufig selten. Lassen die Turbulenzen an den Finanzmärkten nach und sinkt die Risikoaversion der Anleger, gewinnen gerade diese Unternehmen wieder an Attraktivität und dürften mit einer Prämie zum Gesamtmarkt handeln. Aufgrund der erwarteten signifikanten Wachstumsbeschleunigung in Europa dürfte dies vornehmlich auf Unternehmen mit Geschäftsfokus auf Europa zutreffen.

In den vergangenen Monaten beruhigte sich die Finanzmarktkrise und viele Indikatoren zur Finanzmarktliquidität verbesserten sich nachhaltig. Es ist sicherlich noch zu früh, von einem Ende der Krise in Europa zu sprechen, jedoch hat sich zweifellos der Zugang der Unternehmen zu Liquidität infolge der Rettungsmaßnahmen verbessert, und die Finanzierungsrisiken für die Unternehmen sind gesunken. Dadurch erhöht sich der Anreiz für Unternehmen, die Kapitaleffizienz durch Unternehmensübernahmen, Aktienrückkäufe oder Dividendenmaßnahmen zu optimieren. In den USA ist der Trend zur Optimierung der Kapitaleffizienz schon im vollen Gange. Wie schon so oft in der Vergangenheit dürfte dieser Trend verzögert auch nach Europa schwappen. Für Investoren bieten sich hierbei durch entsprechendes Stock-Picking große Chancen.

**METZLER**  
Asset Management

Signatory of:

**PRI** Principles for  
Responsible  
Investment

**Wir legen Wert auf Nachhaltigkeit.**

**We value sustainability.**



**Ansprechpartner - Kundenbetreuung / Akquisition**

Thomas Schrod

Telefon: 069 / 21 04 – 15 27

Fax: 069 / 21 04 – 11 79

E-Mail: Tschrod@metzler.com



## MFS - UMSATZKONZEPT STATT SITZLANDKONZEPT

von Ben Kottler, CFA, und Mark Citro

**ZUSAMMENFASSUNG** Um die Chancen und Risiken ihrer Aktienportfolios einschätzen zu können, achten professionelle Investoren auf ihre Länderallokation. Doch je globaler die Unternehmen sind, desto ungenauer ist es, sich dabei an ihren Sitzländern zu orientieren. Dieser traditionelle Ansatz erfasst die Portfolioanteile der einzelnen Regionen oft nicht korrekt. Wer hingegen darauf achtet, wo Unternehmen ihre Umsätze erzielen (und nicht, wo sie börsennotiert sind), kann neue Erkenntnisse gewinnen. Das umsatzorientierte Konzept von MFS ist eine wichtige Ergänzung der Fundamentalanalyse für Investoren, die Länder-, Sektor- und Branchenrisiken besser verstehen wollen.

### Warum Umsatz?

Weil immer mehr Unternehmen außerhalb ihres Heimatmarktes aktiv sind, kann es irreführend sein, die Länderstruktur eines Portfolios lediglich an ihren Sitzländern festzumachen. Große multinationale Unternehmen wie Diageo, Johnson & Johnson und Toyota erzielen bereits über die Hälfte ihres Umsatzes außerhalb ihrer Heimatregion.<sup>1</sup> Die Umsatzstruktur kann deshalb ein besserer Anhaltspunkt für Länderrisiken sein. Und auch wenn nur wenige Aktiengesellschaften offenlegen, wo genau sie ihre Gewinne erwirtschaften, sind die meisten doch verpflichtet, in ihrem Jahresabschluss Auskunft über die regionale Struktur ihrer Umsätze zu geben. Hinzu kommt, dass Umsatzzahlen anders als andere Finanzkennziffern (wie Gewinne und Aktiva) in der Regel überall ähnlich definiert (und auch weniger manipulationsanfällig) sind, was aussagekräftige Vergleiche möglich macht.

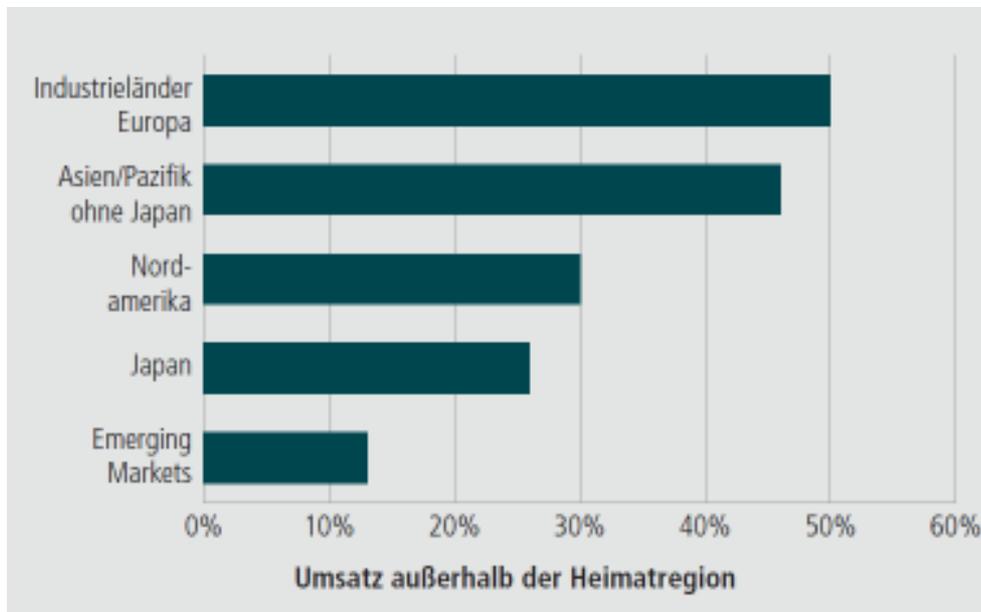
Für aktive Manager gibt es aber noch einen anderen Grund, sich mit der Umsatzstruktur zu befassen. Aktien werden üblicherweise anhand der erwarteten Cashflows bewertet – eine wichtige Kennziffer für die Einzelwertauswahl. Die Fundamentalanalyse beurteilt die Geschäftsaussichten eines Unternehmens anhand einer Vielzahl von Kennziffern, unternehmensspezifischen ebenso wie regionalen, gesamtwirtschaftlichen und demographischen, die Anhaltspunkte für das Umsatzwachstum und die Gewinnstabilität liefern. Dadurch ist die erwartete Umsatzentwicklung in der Einzelwertanalyse und der aktiven Portfoliopositionierung berücksichtigt, die Umsatzstruktur aber nicht. Ihre Analyse kann daher eine sinnvolle Ergänzung sein.

Eines ist aber wichtig: So einleuchtend es sein mag, die Länderallokation an der Umsatzstruktur auszurichten, so viele praktische Probleme gibt es bei der Datenbeschaffung und -analyse. Zwar werden regelmäßig aktuelle Umsatzzahlen veröffentlicht, doch lassen die internationalen Rechnungslegungsvorschriften den Unternehmen erheblichen Freiraum bei der Aufteilung auf Ländergruppen und der Zuordnung der Länder zu den einzelnen Regionen. Die von den Unternehmen gelieferten Daten müssen also vergleichbar gemacht werden. Dies ist aber nur auf einem hohen Aggregationsniveau möglich.

Für unsere Studie haben wir Daten von über 2.000 Unternehmen aus dem MSCI All Country (AC) World Index untersucht und fünf Regionen zugeordnet: Nordamerika, Europa, Japan, Asien/Pazifik ohne Japan und Emerging Markets. Ergänzend haben wir eine Gewichtung mit den Anteilen am Welt-Bruttoinlandsprodukt (Welt-BIP) vorgenommen, zu der Sie im Anhang nähere Einzelheiten finden.

## Umsatz statt Sitzland

**Abbildung 1: Das Sitzland ist für die Portfolioanalyse eher ungeeignet**  
*Umsätze außerhalb der Heimatregion der Unternehmen des MSCI ACWI*



Quelle: Citigroup, FactSet, MSCI und MFS Research. Stand 30. Juni 2012

Unternehmen aus allen Regionen erzielen erhebliche Teile ihrer Umsätze außerhalb ihrer Heimatmärkte. Bei den Unternehmen des MSCI All Country World Index (ACWI) ist es im Durchschnitt etwa ein Drittel (Abbildung 1). Der klassische Ansatz, der Unternehmen anhand ihres Sitzlandes den Regionen zuordnet, kann daher zu einer verzerrten Abbildung von Chancen und Risiken führen.

Wer internationale Konzerne ihren Sitzländern zuordnet, erhält heute kein zutreffendes Bild der Unternehmen, Indizes oder Portfolios mehr. Heute ist die Weltwirtschaft global, und die einzelnen Regionen sind durch den Außenhandel miteinander verflochten. Unternehmen aus den europäischen Industrieländern erzielen knapp die Hälfte ihres Umsatzes außerhalb der Region, und auch der Auslandsumsatz von Unternehmen aus Asien und der Pazifikregion (ohne Japan) ist hoch. Aber nicht alle Länder sind gleich stark international verflochten. So sind die Weltmärkte für europäische und amerikanische Unternehmen wichtiger als für Firmen aus Japan und den Emerging Markets.

Als wir das Umsatzkonzept auf den MSCI AC World Index anwandten, ergab dies gravierende Abweichungen von den Anteilen nach dem Sitzlandkonzept. So betrug der Anteil Nordamerikas jetzt etwa 42% (statt 52% beim Sitzlandkonzept), und die Emerging Markets hatten nach dem Umsatzkonzept einen Anteil von über 27% (statt knapp 13%). Abbildung 2 fasst die Ergebnisse zusammen.

Abbildung 2: Regionengewichte nach Sitzland- und Umsatzkonzept



Quelle: Citigroup, FactSet, MSCI und MFS Research. Stand 30. Juni 2012

Noch viel größer sind die Unterschiede, wenn man einen reinen Industrieländerindex betrachtet. So haben die Emerging-Market-Länder nach dem Sitzlandkonzept am MSCI World<sup>2</sup> einen Anteil von Null. Nach dem Umsatzprinzip beträgt er hingegen über 18%(!) Wer also befürchtet, durch die Wahl einer Industrieländerbenchmark nicht an der Entwicklung der Emerging Markets zu partizipieren, wird eines Besseren belehrt – das indirekte Engagement in den Emerging Markets ist beachtlich.

### Gründe für regionale Unterschiede

Für europäische Unternehmen ist der Weltmarkt sehr wichtig. Das ist nicht besonders überraschend. Europa ist hoch entwickelt, und die Geburtenraten nehmen seit Jahrzehnten ab (so dass in Zukunft möglicherweise auch die Bevölkerung schrumpft, wenn man von Einwanderung abstrahiert). Um wachsen zu können, müssen europäische Unternehmen exportieren und Niederlassungen außerhalb Europas aufbauen bzw. kaufen. Man muss sich nur einmal die internationalen Geschäftsmodelle einiger der größten europäischen Unternehmen wie BMW, LVMH und SAP ansehen.

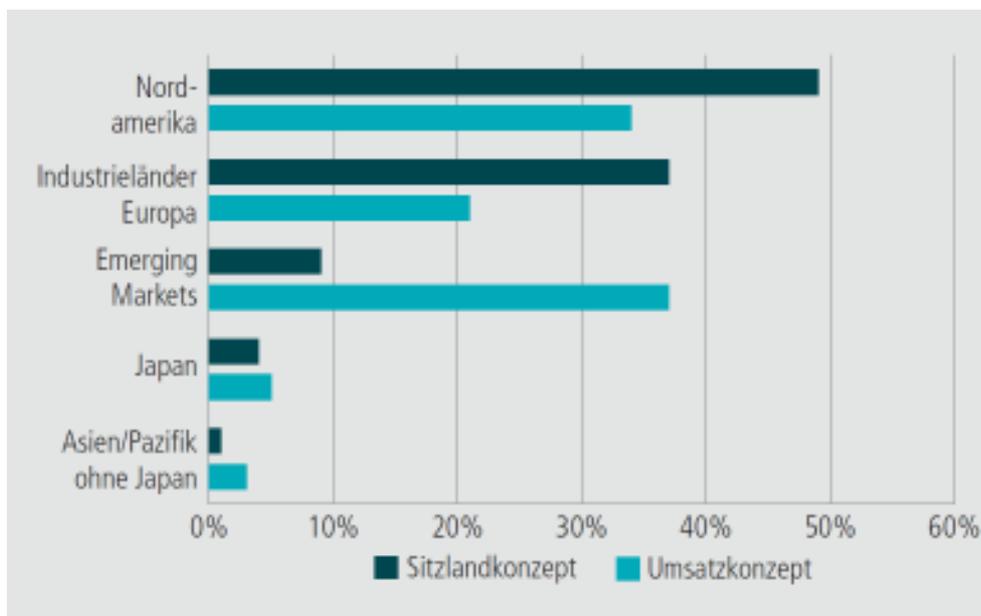
Ein interessantes Beispiel für eine stärker binnenorientierte Volkswirtschaft ist Japan – und das, obwohl die Bevölkerung hier ebenfalls schrumpft. Ein Grund können Handelsschranken sein, die ausländische Unternehmen von einer japanischen Börsennotierung abhalten. Hinzu kommt, dass die ausländischen Niederlassungen japanischer Unternehmen in der Regel kleiner sind und später gegründet wurden als die ihrer internationalen Wettbewerber. Erst vor sehr kurzer Zeit reagierten Firmen wie Toyota auf den starken Yen und wechselten von einer Exportstrategie – also der Lieferung von in Japan hergestellten Fahrzeugen ins Ausland – zum Bau von Fabriken in den USA, Großbritannien und erst kürzlich Brasilien, Kanada, Russland und Mexiko. Einige andere Länder sind hier schon sehr viel weiter; manche traditionsreiche internationale Marken produzieren bereits seit der Kolonialzeit im Ausland (beispielsweise Unilever in Indien).

Überraschender ist hingegen die große Ähnlichkeit der als Emerging Markets klassifizierten Länder, obwohl die sogenannten Schwellenländer in Wirklichkeit alles andere als eine homogene Gruppe sind. Die einzelnen Emerging-Market-Länder treiben miteinander intensiven Handel, oft mit Zwischenprodukten, die dann als Fertigwaren in andere Regionen verkauft werden – man denke an den Eisenerzexport von Brasilien nach China. Die Emerging Markets sind daher eher eine Art Sammelkategorie.

### Sektoranalyse nach dem Umsatzkonzept

Diese Unterschiede werden noch deutlicher, wenn man sich ausgewählte Sektoren und Branchen genauer ansieht, insbesondere Konsumverbrauchsgüterhersteller und Technologieunternehmen (Abbildungen 3 und 4). Eine sektorale Analyse liefert auch zusätzliche Erkenntnisse über regionale Wettbewerbsvorteile und ihre Entwicklung.

**Abbildung 3: Die Umsatzanalyse bestätigt die internationalen Konsumtrends**  
*Regionengewichte des Konsumverbrauchsgütersektors des MSCI ACWI*



Quelle: Citigroup, FactSet, MSCI und MFS Research. Stand 30. Juni 2012

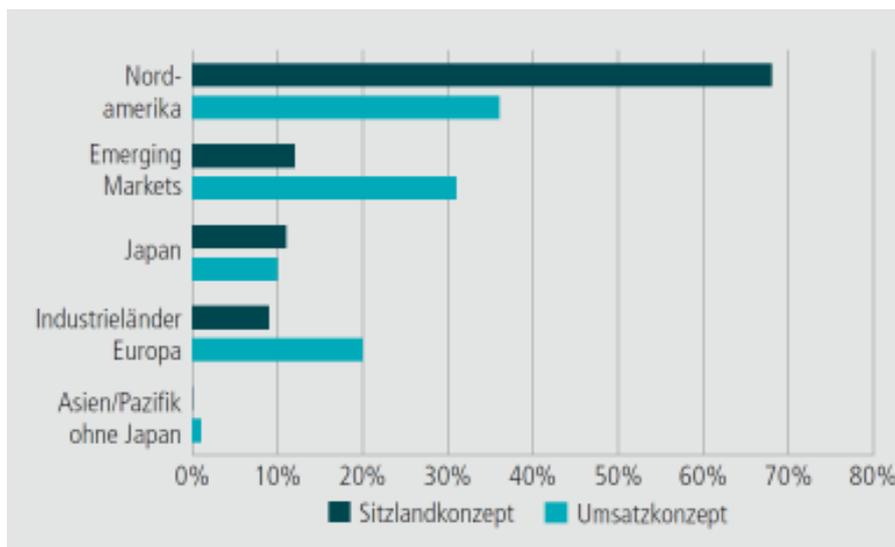
Analysiert man den Konsumverbrauchsgütersektor nach dem Sitzlandkonzept, zeigt sich eine deutliche Übergewichtung Europas und Nordamerikas. Nach dem Umsatzkonzept erscheint der Sektor hingegen wesentlich globaler. Unsere Ergebnisse bestätigen auch andere Analysen, nach denen mit steigenden verfügbaren Einkommen in den Emerging-Market-Ländern mehr internationale Markenprodukte nachgefragt werden.

Ein Beispiel dafür ist Danone, der weltweit führende Milchproduktehersteller. Danone hat seinen Sitz in Frankreich, aber 41% der Umsätze werden in den Emerging-Market-Ländern erzielt, wo die Verbraucher zunehmend Markenlebensmittel nachfragen. Dadurch steigt der Umsatz von Danone und wird zugleich stabiler. Probleme in einem Land haben geringere Auswirkungen auf den Umsatz als bei weniger globalen Unternehmen.

Gehen wir noch mehr in die Tiefe. Analysen zeigen, dass das Nordamerikageschäft von Danone im Vergleich zum Europageschäft noch nicht sehr ausgereift ist, mit niedrigen Marktanteilen bei Joghurt und Mineralwasser. Aus Sicht von Danone ähnelt Nordamerika damit den schnell wachsenden Emerging Markets. Die Umsatzanalyse sorgt also für ein besseres Verständnis des Unternehmens, kann aber dennoch die Fundamentalanalyse nur ergänzen und nicht etwa ersetzen.

Noch größer sind die regionalen Unterschiede im Technologiesektor. Hier dominieren die USA allein schon aufgrund der großen Zahl von Technologieunternehmen, die hier ihren Sitz haben. Aber diese Firmen exportieren ihre Produkte und Dienstleistungen in die ganze Welt. Folglich erzielen Technologieunternehmen mit Sitz in den USA einen großen Teil ihrer Umsätze außerhalb ihres Heimatmarkts (Abbildung 4).

**Abbildung 4: US-Unternehmen dominieren den Technologiesektor**  
*Regionengewichte des Technologiesektors des MSCI ACWI*



Quelle: Citigroup, FactSet, MSCI und MFS Research. Stand 30. Juni 2012

Endverbraucherorientierte Markenartikler wie Apple und Google sind Beispiele für wirklich globale Unternehmen. Führende B2B-Unternehmen wie Microsoft und IBM sind es aber auch. Acht der zehn weltgrößten Technologiehersteller haben ihren Sitz in den USA, aber sie alle sind globale Unternehmen.

Der Versorgersektor trotzt hingegen dem Globalisierungstrend. Elektrizität, Wasser und Erdgas sind Grundstoffe für jedermann, der für sie bezahlt. Der hohe Kapitalbedarf und komplexe Verteilersysteme führen in der Regel dazu, dass Versorger Gebietsmonopolisten sind. Oft befinden sie sich im Staatsbesitz oder sind zumindest streng reguliert, durch lokale und nationale Behörden. Aber selbst hier könnte eine allein auf das Sitzland ausgerichtete Betrachtung die Investoren in die Irre führen – denn es gibt immer mehr grenzüberschreitende Übernahmen, und international gehandelte Rohstoffe wie Öl und Kohle beeinflussen die Kosten maßgeblich.

## Fazit

Wenn man anstelle der Sitzländer die Umsätze der Unternehmen betrachtet, kann man ein völlig anderes Bild von seinem Investmentportfolio erhalten. Nach dem Umsatzkonzept haben die Emerging Markets einen erheblichen Anteil am MSCI World Index, in dem sie nach dem Sitzlandkonzept überhaupt nicht vertreten sind. Auf Sektorebene gibt es Beispiele für zum Teil sehr globale Unternehmen, insbesondere im von den USA dominierten Technologiesektor.

Im Zeitalter der Globalisierung ist das Sitzland eines Unternehmens weniger wichtig. Die umsatzorientierte Methode von MFS kann die Länderzugehörigkeit eines Unternehmens präziser abbilden und damit ein besseres Bild von den Länderrisiken eines internationalen Portfolios vermitteln. Außerdem kann der Ansatz helfen, mehr über die Länderrisiken eines Sektors oder Unternehmens zu erfahren und abzuschätzen, welche regionalen Entwicklungen Auswirkungen auf das zukünftige Ertragspotenzial haben.

Der Ansatz zeigt, dass internationale Indizes und die auf ihnen beruhenden Portfoliostrategien deutlich stärker nach Regionen diversifiziert sind als man nach dem Sitzlandkonzept vermuten würde. Außerdem zeigen sich die Vorteile einer erweiterten Umsatzanalyse. Unsere Methodik ist nützlich, denn sie bildet die Länderstruktur eines Portfolios aus Top-down-Sicht ab. Über die Unternehmensstrategien und unternehmerischen Initiativen sagt sie hingegen nichts aus und kann deshalb auch nicht die Fundamentalanalyse als wichtiges Instrument zur Einzelwertauswahl verdrängen.

## Anhang

### Das Umsatzkonzept von MFS

Große multinationale Unternehmen veröffentlichen nur selten regionale Gewinn- und Cashflowzahlen. An den Umsätzen lassen sich die regionalen Portfoliogewichte hingegen gut festmachen. Die Veröffentlichung der Umsätze ist weltweit vorgeschrieben. Sie sind in den meisten Ländern ähnlich definiert und lassen sich nicht so leicht manipulieren wie andere Daten.

Für unsere Studie haben wir fünf Regionen definiert: Nordamerika, Industrieländer Europa, Japan, Asien/Pazifik ohne Japan und die Emerging Markets. Als Datenbasis nutzten wir eine Umsatzdatenbank der Citigroup, die eigene Analystenschätzungen sowie Daten von FactSet Fundamentals enthält. Damit standen uns Daten für über 95% der Marktkapitalisierung des MSCI AC World Index zur Verfügung.

Wir haben uns aber nicht darauf beschränkt, Umsatzdaten zu betrachten und zu standardisieren, sondern auch technische Anpassungen vorgenommen, um Datenlücken zu schließen. So wurden Unternehmen, die in den Datenbanken fehlen (häufig kleine Unternehmen oder Emittenten aus den Emerging-Market-Ländern) oder die ihre Umsätze nicht nach Ländern veröffentlichen, ihrem Sitzland zugeordnet.

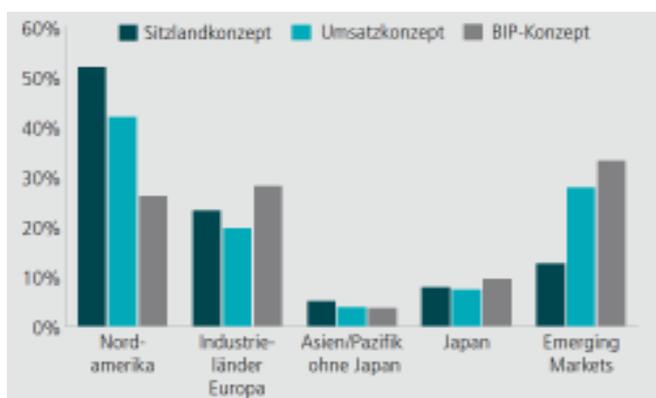
Zuletzt haben wir Residualpositionen proportional zu den Regionengewichten aufgeteilt, so dass wir faktisch von ihnen abstrahieren.

### Indexanalyse nach dem BIP-Konzept

Das Umsatzkonzept ist nicht die einzige Alternative zum Sitzlandkonzept. Wir haben außerdem das BIP als Basis genommen. Eine Gewichtung der Länder mit ihrem Bruttoinlandsprodukt berücksichtigt die Größe der Volkswirtschaften und nicht die der Aktienmärkte; die Anteile der Länder an der Welt-Marktkapitalisierung werden durch die Anteile am Welt-BIP ersetzt. Länder mit einem überdurchschnittlichen Wirtschaftswachstum erhalten dadurch auf Dauer ein höheres Gewicht, während reifere Märkte immer stärker untergewichtet werden. Ein Problem der BIP-Gewichtung ist, dass oft jene Wirtschaftssegmente besonders stark wachsen, in die man nicht investieren kann.

Wir haben untersucht, weshalb man nach dem Sitzland- und dem Umsatzkonzept zu anderen Ergebnissen kommt als bei einer Gewichtung mit den Anteilen am Welt-BIP. Einige Beobachter argumentieren, dass der „unterdurchschnittliche Anteil“ der Emerging Markets an Welt-Aktienbenchmarks wie dem MSCI All Country World Index (13% nach Sitzland, 28% nach Umsatz und 33% nach BIP) im Zeitablauf korrigiert wird, weil sich Emerging-Market-Aktien besser als Industrieländeraktien entwickeln. Abbildung 5 vergleicht die drei Konzepte.

**Abbildung 5: Drei Bilder des MSCI All Country World Index**  
*Umsatz-, Sitzland- und BIP-Konzept*



Quelle: Citigroup, FactSet, MSCI und MFS Research. Stand 30. Juni 2012

***MFS - UMSATZKONZEPT STATT SITZLANDKONZEPT***

*Equity Europe*

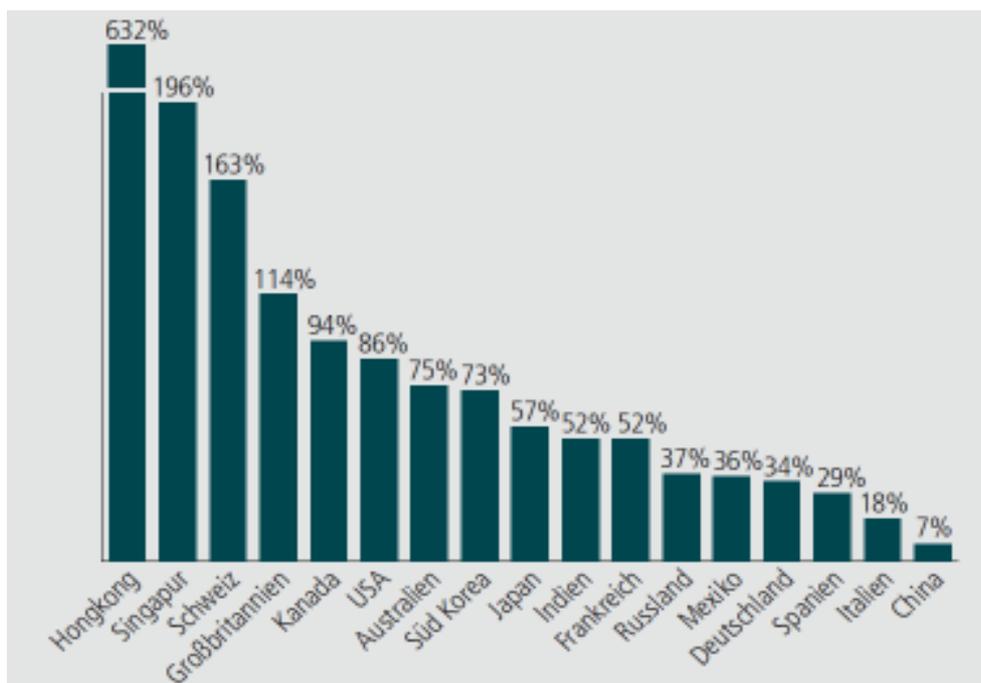
### Einige Gründe, weshalb sich BIP-Konzept und Sitzlandkonzept unterscheiden

Ein Problem beim BIP ist, dass die Größe eines nationalen Aktienmarktes vom Wirtschaftsmodell, der Unternehmenskultur und den Finanzierungsgewohnheiten abhängt. So ist der deutsche Aktienmarkt gemessen am BIP klein (Abbildung 6), weil viele Unternehmen nicht an die Börse gehen – insbesondere der Mittelstand, die kleinen und mittleren Unternehmen. Sie werden in der Regel von Banken finanziert und emittieren keine Aktien oder Anleihen. In ganz Europa ist der öffentliche Sektor verglichen mit der Privatwirtschaft recht groß, so dass die Marktkapitalisierung eines Landes hier oft niedriger ist, als das BIP vermuten lässt. In vielen asiatischen Ländern und Emerging Markets ist hingegen der private Sektor sehr groß, auch wegen der vielen nichtbörsennotierten Familienunternehmen.

Auf der anderen Seite hatten sich viele Unternehmen entschlossen, in London und damit in Großbritannien an die Börse zu gehen. Die London Stock Exchange ist ein gut regulierter, liquider Markt mit gutem Zugang zu Investorenkapital. Folglich erscheint der britische Aktienmarkt gemessen am BIP überproportional groß. Der japanische Markt wiederum ist sehr binnenorientiert, doch ist hier ein Großteil der Unternehmen börsennotiert. Während der Zeit der Spekulationsblase sind viele Unternehmen an die Börse gegangen und haben ihre Börsennotierung bislang noch nicht aufgegeben, sei es durch Übernahmen oder durch Delistings.

### Abbildung 6: Entspricht die Marktkapitalisierung nach dem Sitzlandkonzept der Größe der Volkswirtschaft?

*Marktkapitalisierung/BIP, Länder im Vergleich*



Quellen: IWF, Datastream Credit Suisse. Stand 15. Oktober 2012.

### Einige Gründe, weshalb sich die Ergebnisse nach dem BIP-Konzept und dem Umsatzkonzept unterscheiden

Die Umsätze werden nach Regionen gegliedert erfasst, nicht aber die Gewinne. Und der Mehrwert gemessen am BIP kann ebenfalls irreführend sein. Aufgrund der Sektorstruktur der Wirtschaft dominieren in Europa, Japan und Nordamerika margenstarke Sektoren wie Konsumverbrauchsgüter, zyklische Güter, Gesundheit und Technologie. In den Emerging Markets und Asien gibt es hingegen mehr Unternehmen aus margenschwachen Sektoren wie Rohstoffe, Telekommunikation und Energie.

***MFS - UMSATZKONZEPT STATT SITZLANDKONZEPT***

*Equity Europe*

Folglich sind zwar die Umsätze in den Emerging Markets und Asien oft hoch, nicht aber die Gewinne.

Der Unterschied kann in den letzten 15 Jahren, also seit der Asienkrise der späten 1990er, sogar noch größer geworden sein, weil niedrige Arbeitskosten und die schwachen Währungen die Unternehmen zu einer Umsatzmaximierungsstrategie veranlasst haben, die auch die Leistungsbilanzen ausgeglichen hat. In den USA und Europa haben sich die Unternehmen für das Gegenteil entschieden, nämlich eine Maximierung der Gewinnmargen, also niedrigere Umsätze bei höheren Margen. Dadurch sind die Gewinnquoten gestiegen und die Lohnquoten gefallen. Dazu beigetragen haben sicherlich auch die niedrigen Zinsen, Steuersenkungen und Abschreibungen, während die hohen Rohstoffpreise die Entwicklung gebremst haben. So hat IBM sein margenschwaches, aber umsatzstarkes Hardwaregeschäft 2004 an das chinesische Unternehmen Lenovo verkauft, aber seine margenstarken Dienstleistungsbereiche behalten. Und Apple kontrolliert noch immer streng sein Design und seine Software, hat aber die Herstellung von Bauelementen und die Produktion der Geräte in asiatische Niedriglohnländer verlagert.

1 Diageo erzielt 74% seines Umsatzes außerhalb Europas, Johnson & Johnson 56% außerhalb Nordamerikas und Toyota 61% außerhalb Japans (Stand 30. Juni 2012). Die Unternehmen sind lediglich Beispiele und nicht unbedingt in MFS-Portfolios enthalten.

2 Der MSCI All Country World Index (ACWI) bildet Industrieländer und Emerging Markets ab, der MSCI World Index erfasst ausschließlich etablierte Industrieländer (zurzeit 24).

## Über die Autoren



**Ben Kottler, CFA**, Institutional Portfolio Manager für international Aktien bei MFS in London



**Mark Citro** Quantitative Equity Research Associate bei MFS in Boston

Herausgegeben in den USA von MFS Institutional Advisors, Inc. (MFSI) und MFS Investment Management. Herausgegeben in Kanada von MFS Institutional Advisors, Inc. und McLean Budden Limited (das unter dem Namen MFS McLean Budden auftritt). In Kanada wurde diese Publikation von keiner kanadischen Finanzmarktaufsicht oder einer ähnlichen Regulierungsbehörde überprüft. Herausgegeben in Großbritannien von MFS International (U.K.) Limited (MIL UK), einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung (Private Limited Company) mit Sitz in England und Wales, Zulassungsnummer 03062718. Das Investmentgeschäft von MIL UK steht unter der Aufsicht der britischen Financial Services Authority. MIL UK, eine indirekte Tochtergesellschaft von MFS®, hat seinen offiziellen Firmensitz im Paternoster House, 65 St Paul's Churchyard, London, EC4M 8AB. Das Unternehmen bietet institutionellen Anlegern weltweit Investmentprodukte und -dienstleistungen.

Herausgegeben in Hongkong von MFS International (Hongkong) Ltd. Diese Publikation wurde von der Hongkong Securities and Futures Commission weder überprüft noch genehmigt. Herausgegeben in Lateinamerika von MFS International Ltd. Für Investoren in Australien und Neuseeland: MFSI muss für die von ihm angebotenen Finanzdienstleistungen keine australische Finanzdienstleisterlizenz gemäß Corporations Act 2001 haben. MFSI steht unter der Aufsicht der SEC und unterliegt US-amerikanischem Recht, das sich vom australischen Recht unterscheidet.

Sofern nicht anders angegeben, sind die hierin enthaltenen Logos sowie Produkt- und Dienstleistungsbezeichnungen Handelsmarken von MFS und seinen Tochtergesellschaften. In manchen Ländern sind sie außerdem eingetragene Warenzeichen.



## **Pioneer Investments – hohe Investmentkompetenz im Management europäischer Aktien-Strategien**

### **Europäische Aktien noch mit Kursspielraum**

Zu Beginn des Schlussquartals durchliefen die internationalen Börsen nochmals eine temporäre Korrekturphase. Als Reaktion auf die zunehmend verhärteten Fronten im US-Haushaltsstreit verstärkte sich die Unsicherheit der Investoren auch im Hinblick auf Positionierungen im Vorfeld des näher rückenden Jahresresultats. Infolge des „Government Shutdown“ wurden diverse Regierungsaufgaben in der Breite zurückgefahren. Entsprechend wurde u.a. auch die Veröffentlichung von börsenrelevanten Konjunkturdaten als maßgeblicher Triebfeder für die Börsen ausgesetzt. Trotz zugespitzter Entscheidungssituation mit näher rückender Schuldenobergrenze von 16,7 Billionen USD am 17. Oktober blieben die Fronten verhärtet. Entsprechend erhöhte sich die Volatilität an den Märkten weltweit, die jedoch am Hauptszenario eines „Last minute“-Kompromisses zur Abwendung eines drohenden Staatsbankrotts festhielten bzw. diese Abwendung mit steigenden Kursen bereits vorwegnahmen. Ende Oktober/Anfang November rückten die Börsen in Europa bzw. die Hauptindizes an der Wall Street auf neue Mehrjahres- bzw. Allzeithochs vor. Schließlich konnten sich Senat und Repräsentantenhaus zumindest auf eine Übergangslösung im Etatstreit verständigen. Die Einigung sieht eine befristete Anhebung der Schuldenobergrenze bis 7. Februar 2014 vor, damit sich die Regierung weiter am Kapitalmarkt refinanzieren kann. Zudem erhält sie bis 15. Januar einen Übergangshaushalt, um stillgelegte Verwaltungstätigkeiten infolge des Government Shutdown wieder aufnehmen bzw. ausstehende Leistungen erfüllen zu können.

Schwer taten sich die europäischen Aktienmärkte zuletzt vor allem in der Einschätzung der US-Konjunktur, nachdem wichtige Daten vom Government Shutdown verzögert bzw. teilweise verzerrt wurden. Dabei sorgte der verspätete Arbeitsmarktbericht für September zunächst für einen Dämpfer. So blieb der Stellenzuwachs mit zunächst 148.000 hinter den Prognosen zurück. Der beachtliche Rückgang der Arbeitslosenquote auf 7,2% bzw. auf das niedrigste Niveau seit November 2008 wurde von einer im Langfristvergleich sehr niedrigen Partizipationsrate am Arbeitsmarkt von 63,2% begünstigt. Zweifel über die Entwicklung am Arbeitsmarkt räumte dann der Oktoberbericht zunächst wieder aus. Mit starkem Zuwachs von 204.000 neuen Arbeitsplätzen zog der durchschnittliche monatliche Stellenaufbau des Jahres 2013 bis Ende Oktober auf beachtliche 186.000 an. Die Arbeitslosenquote erhöhte sich wieder leicht auf dennoch weiterhin niedrige 7,3%. Stärker in den Fokus rückten in den USA auch die jüngsten BIP-Zahlen – wobei die Daten situationsbedingt noch unter Revisionsvorbehalt stehen. Demnach fiel der BIP-Anstieg in Q3/2013 um 2,8% (nach 2,5%) weit stärker aus als prognostiziert (+2,0%). Allerdings wurde er aufgrund des Lageraufbaus im Vorfeld des Government Shutdown maßgeblich überzeichnet. Der Lageraufbau trug 0,8%P zum BIP bei und dürfte sich im Folgequartal wieder abschwächen.

Weiterhin in robuster Verfassung präsentierten sich zuletzt die auf Unternehmenseinstufungen basierten Frühindikatoren. Der ISM-Index für den Produktionssektor in den USA erreichte für Oktober mit 56,4 (nach 56,2) den höchsten Stand seit 2,5 Jahren. Auf vergleichbarem Niveau behauptet auch der Sektorsindex mit zuletzt 55,4 (nach 54,4) ein robustes Wachstum. Im Euroraum zeigen die Kernländer weiterhin ein stärker differenziertes, aber im Trend ebenfalls verbessertes Bild. So blieb der Composite-Index im Oktober mit den zusammengeführten Dienstleistungs- und Produktionssektoren für die Eurozone mit insgesamt 51,9 leicht hinter dem 27-Monats-Hoch vom September (52,2) zurück. Er bewegte sich jedoch im vierten Monat in Folge auf Wachstumskurs. Deutschland verbesserte sich im

Oktober auf 52,9 (Service) bzw. 51,7 (Produktion) jeweils leicht. Im Zweimonatsvergleich August/September legten die Auftragseingänge in der deutschen Industrie um 5,5% gegenüber dem Vorjahr zu, davon um 4,4% aus dem Inland bzw. um 6,4% bei den Auslandsbestellungen. Beim ifo Geschäftsklimaindex (107,4 nach 107,7) wurde im Oktober zwar eine fünfmonatige Anstiegsserie zunächst beendet. Lagebeurteilung und Geschäftserwartungen bildeten sich jedoch nur geringfügig zurück. Bei unveränderter Kapazitätsauslastung zogen die Exporterwartungen auf den bisher höchsten Wert des Jahres 2013 an. In ihrem Herbstgutachten zeigt auch die EU-Kommission wieder einen zuversichtlicheren Ausblick auf 2014. Demnach wird der Euroraum aus der Rezession im Jahr 2013 (e-0,4%) herausfinden und in 2014 auf Wachstumskurs (e+1,1%) zurückkehren. In Deutschland soll sich das Wachstum von 0,5% (2013) auf 1,7% (2014) beschleunigen, für Frankreich wird ein Anstieg im Vergleichszeitraum von 0,2% auf 0,9% erwartet. Spanien und Italien sollen nach der Rezession 2013 im Jahr 2014 wieder um 0,5% bzw. 0,7% wachsen.

### **Kapitalmärkte mit starkem Fokus auf die Aktivitäten der Notenbanken**

Nach der Erleichterung über die zunächst abgewendete Zuspitzung im US-Haushaltsstreit gingen die Kapitalmärkte rasch wieder zur Tagesordnung über. Unterstützung kam dabei auch von den fortlaufend wieder berichteten Konjunkturdaten, die trotz einzelner Bremsspuren eine insgesamt weiterhin robuste Verfassung der US-Wirtschaft bestätigten. Allerdings beinhaltet die vorläufige Einigung im Etatstreit zunächst nur Zwischenlösungen bzw. sie erweitert den zeitlichen Rahmen für eine tragfähige Entscheidung. Ein erster Gradmesser für den Einigungswillen beider Parteien dürfte die einberufene überparteiliche Kommission werden, die bis Mitte Dezember Vorschläge für eine längerfristige und tragfähige Haushaltsgrundlage unterbreiten soll.

Mit der Rückkehr zum „Tagesgeschäft“ rückten an Europas Börsen vor allem auch die Aktivitäten der Notenbanken rasch wieder in den Vordergrund. Weiterhin wird die Diskussion an den Märkten maßgeblich von den Szenarien zum „Tapering-Prozess“ der Fed geprägt. Auf Basis der zuletzt – zumal im Umfeld des US-Haushaltsstreits – eher verhaltenen Konjunkturdaten zeichnet sich zunächst ein eher „dosierter“ Exit der Fed aus ihrer expansiven Geldpolitik ab. Dies gilt auch im Hinblick auf die Nominierung der bisherigen Fed-Vizechefin Janet Yellen, die als Nachfolgerin für den Ende Januar ausscheidenden Notenbankchef Ben Bernanke ebenfalls für eine mehr expansive Ausrichtung der Geldpolitik steht. Nach zunächst unverändert fortgesetzten monatlichen Käufen der Fed von Staatsanleihen und MBS für 85 Mrd. USD dürfte der Beginn einer schrittweisen Rückführung der Kaufvolumina vermutlich erst im Verlauf von Q1/2014 erfolgen. Dabei wird sich die Fed in ihren Entscheidungen sehr zeitnah an den fortlaufend berichteten Konjunkturdaten orientieren. Jüngste Wirtschaftszahlen bestätigten eine zumindest temporär verlangsamte Gangart der Wirtschaft, die jedoch von den Bremsspuren infolge des Etatstreits überzeichnet sein dürfte. Abweichend von den im Vorfeld geführten Marktdiskussionen senkte die EZB – zumindest vom Timing her sehr überraschend – ihren Leitzins am 7. November auf das neue Rekordtief von 0,25%. Angesichts des Rückgangs der Verbraucherpreise im Euroraum im Oktober auf 0,7% bzw. ein 4-Jahres-Tief – und deutlich unter den mittelfristigen Projektionen der EZB von knapp unter 2% – sah die EZB nun Handlungsbedarf. Sie will sich damit gegen eine längere Phase mit niedriger Inflation stemmen, zumal auch die eingeleitete wirtschaftliche Erholung noch wenig ausgeprägt und nachhaltig erscheint. Zudem ist die Kreditvergabe unverändert schwach. In diesem Umfeld wurde an den Bondmärkten der zwischenzeitliche Renditeanstieg bis an die 3,0%-Marke bei 10J-Treasuries bzw. bis knapp über 2% bei 10J-Bunds kurzzeitig um 50 BP bzw. 30 BP wieder korrigiert.

### **Aktienmärkte nehmen Erholung des fundamentalen Umfeldes vorweg**

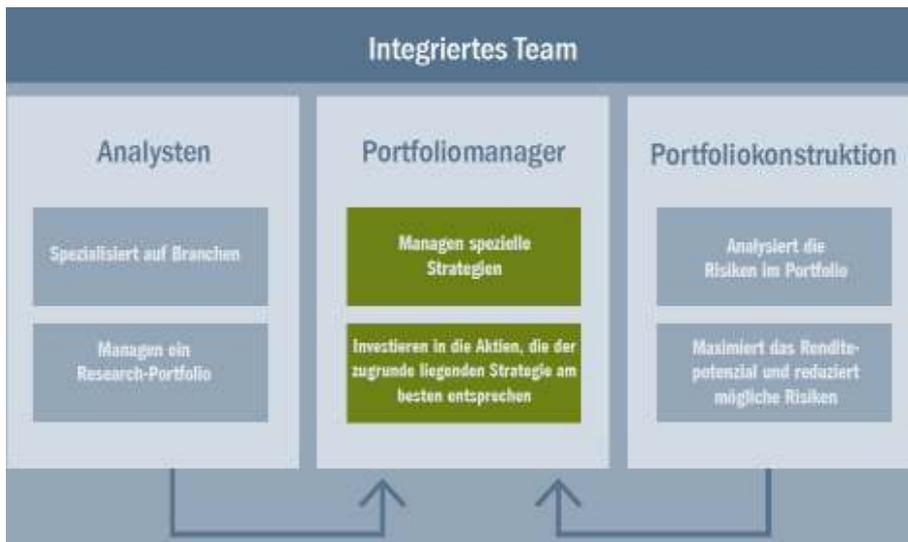
Nach der bereits mehrmonatigen Gipfelwanderung zu neuen Allzeithochs bzw. mehrjährigen Kursgipfeln sorgte die Aussicht auf ein anhaltend vorteilhaftes monetäres Umfeld für neuerlichen Rückenwind an den Aktienmärkten. Ende Oktober nahm der DAX die historische 9.000-Punkte-Marke und baute seine Bestmarken Anfang November noch leicht aus. Euro STOXX 50 und STOXX 600 rückten zu ihren vorherigen Bestmarken aus dem Jahr 2008 auf – und zogen nach der jüngsten und unerwarteten Zinssenkung der EZB nochmals leicht an. Seit Jahresbeginn haben sich die europäischen

Börsen mehrheitlich um rund 15% bis 20% verbessert. Die zunächst stark liquiditätsgetriebenen Aktienmärkte Europas profitierten dabei auch – trotz eines unverändert noch herausfordernden Konjunkturmehrfeldes – zunehmend von im Trend allmählich stabilisierten bzw. teilweise wieder verbesserten Früh- bzw. Stimmungsindikatoren. Dadurch begannen zuletzt auch die – im bisherigen Jahresverlauf noch abwärtsgerichteten – Revisionstrends für die Gewinnschätzungen für 2013 und 2014 auszulaufen. Die Aussicht auf eine mittelfristige Erholung des Unternehmensumfeldes und wieder verbesserte Gewinnperspektiven sollten die Rahmenbedingungen an den europäischen Aktienmärkten weiter verbessern können. Trotz mittelfristig bevorstehender Einschränkungen im Liquiditätsumfeld durch eine auf Sicht weniger expansive Notenbank sollten die Rahmenbedingungen an den Aktienmärkten – bei allerdings teilweise bereits ausgedehnten Bewertungen – generell noch vorteilhaft bleiben. Vor allem unterstützt die bislang intakte Perspektive einer mittelfristigen Erholung des Unternehmensumfeldes. Zwar bleibt das in den Wachstumsregionen bzw. den Emerging Markets zwischenzeitlich verringerte „Drehmoment“ der Konjunktur vorerst noch ein Unsicherheitsfaktor, der sich auch in den insgesamt robusten Geschäftszahlen der international operierenden Unternehmen teilweise widerspiegelte. Gleichwohl bildeten sich zwischenzeitliche Wachstumsbefürchtungen zuletzt wieder zurück. Auch für China bestätigten die jüngsten Konjunkturdaten zu Industrieproduktion oder Einzelhandelsumsätzen für Oktober eine anhaltend robuste Wirtschaftsverfassung.

In der bereits weiter fortgeschrittenen Berichtssaison zu Q3/2013 bestätigte sich erwartungsgemäß ein gemischtes Bild mit gegenläufigen Entwicklungen auf Unternehmens- und Sektorebene. Dennoch erscheint die Zuversicht in Bezug auf die mittelfristigen Ergebnisaussichten weiter unterstützt. Bei fortlaufend optimierten Kostenstrukturen seitens der Unternehmen setzen die Märkte mit konjunkturbedingt wieder anziehender Umsatzbelebung auf eine nachhaltige mittelfristige Ergebnisverbesserung. In Europa sollten die Konzerne mit robusten Geschäftszahlen und erwarteter Gewinnerholung mit Blick auf 2014/15 weiterhin von Spielräumen für eine Bewertungsausdehnung profitieren. Vor allem in der anhaltenden Niedrigzinsphase bleiben viele Konzerne durch ihre nachhaltige Ausschüttungspolitik mit attraktiven Dividenden interessant. Mit der Perspektive auf eine mittelfristige Erholung der Konjunktur und wieder ansteigende Firmengewinne erscheinen die europäischen Märkte trotz jüngster Kurssteigerungen aus Bewertungssicht zumeist noch unterstützt. Nach der bereits ausgedehnten Erholungsphase an den Aktienmärkten mit neuen Jahres- bzw. Mehrjahreshochs engt sich der Spielraum für weitere Kurssteigerungen zunächst etwas ein. Enttäuschungen zum Konjunktur- und Gewinnausblick könnten die Volatilität an den Aktienbörsen zudem phasenweise verstärken. Zwischenzeitliche Korrekturphasen sollten sich aber weiterhin für Trading- bzw. Investmentchancen an den Märkten anbieten.

**Pioneer Investments –  
umfassende Expertise bei europäischen Aktien-Strategien**

Den Kern des aktiven Aktienansatzes bildet ein detaillierter fundamentaler Research-Prozess, der durch quantitative Analysen unterstützt wird. Ziel ist es, unterbewertete Titel zu identifizieren und die in den Portfolios gehaltenen Papiere laufend zu überprüfen. Das Analystenteam liefert dem Portfoliomanagement damit eine wichtige Entscheidungsgrundlage für die Aktienselektion. Die Portfoliomanager sind spezialisiert auf bestimmte Anlageregionen und verfolgen eine Kombination aus verschiedenen Investmentstilen und -strategien. Stilrichtungen können beispielsweise Large-/Small-Cap-Ansätze oder themenbasierte Investments sein. Ein wesentliches Merkmal des Ansatzes ist das Zusammenspiel zwischen Portfoliomanagern sowie fundamentalen und quantitativen Analysten. Der Prozess ist im Wesentlichen in drei Teilschritte gegliedert: Ideengenerierung, Analyse der Anlagevorschläge und Portfoliokonstruktion.



„Wir sind ein Team aus erfahrenen Stock-Pickern. Wir glauben, dass die Fokussierung auf die Fundamentaldaten der Unternehmen langfristig attraktive Aktienrenditen liefern und gleichzeitig das Risiko in den Strategien optimieren kann“, so Diego Franzin, Head of Equity Europe bei Pioneer Investments. Speziell die aktiv gemanagten europäischen Aktienstrategien von Pioneer Investments können gerade im aktuellen Umfeld eine sinnvolle Depotergänzung darstellen.

**Maßgeschneiderte Europäische Aktien-Strategien im Überblick**

| Diego Franzin – Head of Equity Europe                  |                               |  |
|--|-------------------------------|--|
| <b>Cristina Matti &amp; Sergio Groppi</b>              | <b>Andrew Arbuthnott</b>      | <b>Karl Huber</b>  |
| European Potential                                     | Konzentrierte Aktienstrategie | Europäische Dividendenstrategie                            |
| Paneuropäische Small- und Mid Cap-Strategie            | Paneuropäische-Strategie      | Fokus auf dividendenstarke Titel                           |
| Spezielles Small Cap-Team                              | Konzentration                 | Extra-Erträge mittels Covered-Call-Writing-Strategie (CCW) |
| Research-Prozess, der auf klaren Überzeugungen basiert | Fokus auf Qualität            | Zielausschüttung für 2013: 7%                              |

## Die erfolgreiche European Potential-Strategie

### Alpha-Generierung via Small und Mid Caps

Wir sind überzeugt, dass Anlagen in Small und Mid Caps überdurchschnittliche Renditen abwerfen können. Gleichzeitig sind wir uns jedoch bewusst, dass dieser Investmentansatz mit einigen besonderen Herausforderungen verbunden ist. Unsere Investmentstrategie und -philosophie zielen darauf ab, diese Herausforderungen zu managen und einen möglichst hohen Teil der verfügbaren Renditen zu realisieren.

### Investmentphilosophie European Potential-Strategie



Die Strategie investiert überwiegend in Unternehmen, deren Marktkapitalisierung zum Kaufzeitpunkt innerhalb der Bandbreite des MSCI Europe Small Companies Index liegt. Die Strategie ist „benchmarkbewusst“, ohne in dieser Hinsicht Restriktionen zu unterliegen. Daher können auch jederzeit Positionen mit einem überzeugenden Investment Case, die nicht Bestandteil der Benchmark sind, eingegangen werden. Die Grundlage der Portfoliokonstruktion ist die Einzeltitelauswahl – dabei resultieren Sektor- und Branchengewichtungen aus der Einzeltitelselektion. Der Fokus liegt auf Unternehmen, die in Nischenmärkten mit hohen Eintrittsbarrieren eine Führungsrolle spielen. Wir suchen nach Fehlbewertungen am Markt: Als langfristige Investoren scheuen wir uns nicht davor, Ansichten zu vertreten, die nicht der herrschenden Meinung entsprechen („Contrarian-Ansatz“), sofern die Unternehmensfundamentaldaten solide sind.

Wir setzen auf eine optimierte Zusammenarbeit mit den auf Small Caps spezialisierten Analysten und nutzen Brancheninputs/-ansichten von Large-Cap-Analysten. Darüber hinaus tauschen sich unsere hauseigenen Aktienanalysten auch mit unserem internen Credit Research Team aus. Unsere Investmentideen beruhen auf wenigen, klar definierten und leicht quantifizierbaren Treibern, die innerhalb eines angemessenen Zeitrahmens erreichbar sein müssen. Die Generierung von freiem Cashflow gehört zu den wichtigsten Leistungskennzahlen, die wir bei unseren Anlagen analysieren, denn aus dieser Quelle können Unternehmen Wachstum aus eigener Kraft finanzieren. Wir suchen nach Managementteams mit besonderen Fähigkeiten: Wir sind überzeugt, dass erfolgreiche Unternehmen von inspirierten, motivierten Führungskräften aufgebaut werden. Die Überprüfung der Corporate Governance ist ein Eckpfeiler unserer Investmentanalyse.

**Pioneer Investments –**

hohe Investmentkompetenz im Management europäischer Aktien-Strategien

Pioneer Investments ist ein international tätiger Asset Manager mit einem verwalteten Vermögen von rund 170 Milliarden Euro weltweit. Das Unternehmen bietet eine breite Palette von Aktien-, Renten- und Geldmarktfonds sowie alternative Investmentprodukte und strukturierte Produkte an. Rund 2.000 Mitarbeiter arbeiten in 27 Ländern weltweit. Pioneer Investments gestaltet auf der Basis seiner 85 Jahre langen Erfahrung Investmentlösungen für institutionelle Investoren, Versicherungen, Pensionsfonds, Banken und Sparkassen sowie Privatkunden. Die Fondsgesellschaft bietet institutionellen Anlegern maßgeschneiderte Lösungen in allen wichtigen Anlageklassen. Dabei stehen den Kunden weltweite Research-Kapazitäten und ein professioneller Service vor Ort zur Verfügung. Das Reporting erfolgt nach den individuellen Wünschen der Kunden. Besonders das Management von Spezialfonds für institutionelle Anleger zählt zu den Kernkompetenzen von Pioneer Investments. Das Ergebnis ist risikooptimiertes Asset Management – ausgerichtet an den Bedürfnissen unserer Kunden. Neben den klassischen Durchführungswegen in Form von Sondervermögen bietet Pioneer Investments sein Asset-Management-Know-how auch im Rahmen von Outsourcing- oder Advice-Lösungen an. Pioneer Investments ist eine Tochtergesellschaft der europäischen Bankengruppe UniCredit.

**Nur für institutionelle Investoren von Pioneer Investments und nicht zur Weitergabe an Dritte**[www.pioneerinvestments.de/institutional](http://www.pioneerinvestments.de/institutional)

Stand: 14.11.2013. Der Pioneer Funds ist ein „Fonds communs de placement“ mit verschiedenen, voneinander getrennten Teilfonds, aufgelegt nach luxemburgischem Recht von der Pioneer Asset Management S.A., Luxemburg. Die Fonds von Pioneer Investments erhalten Sie bei Banken, Versicherungen und Anlageberatern. Die in der Vergangenheit erzielten Erfolge bzw. darauf basierende Finanzmarktszenarien sind keine Garantie für die zukünftige Entwicklung einer Anlage. Es gibt keine Gewähr, dass sich Länder, Märkte oder Branchen wie erwartet entwickeln werden. Investitionen beinhalten gewisse Risiken, darunter politische und währungsbedingte Risiken. Die Rendite und der Wert der zugrunde liegenden Anlage sind Schwankungen unterworfen. Dies kann zum vollständigen Verlust des investierten Kapitals führen. Dieses Dokument ist kein Verkaufsprospekt und stellt kein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Anteilen dar. Bitte lesen Sie den Verkaufsprospekt aufmerksam, bevor Sie investieren. Dieser enthält auch weitere Risikohinweise. Die vollständigen Angaben zu den Fonds sind dem jeweiligen Verkaufsprospekt bzw. den jeweiligen wesentlichen Anlegerinformationen, ergänzt durch den jeweils letzten geprüften Jahresbericht und den jeweiligen Halbjahresbericht, falls ein solcher jüngeren Datums als der letzte Jahresbericht vorliegt, zu entnehmen. Diese Unterlagen stellen die allein verbindliche Grundlage des Kaufs dar. Sie sind in elektronischer oder gedruckter Form kostenlos in Deutschland erhältlich bei der Pioneer Investments Kapitalanlagegesellschaft mbH, Arnulfstraße 124–126, D-80636 München. Die Anteile der Fonds dürfen in den Vereinigten Staaten von Amerika oder einem ihrer Territorien oder Besitzungen gemäß deren Rechtsprechung oder an US-Personen bzw. zugunsten von US-Personen nicht zum Kauf angeboten werden. Beteiligungen an einem Produkt werden in Rechtsräumen, in denen das Angebot, die Verkaufswerbung oder der Verkauf nicht gestattet sind, nicht angeboten. Dies gilt ebenso für Personen, für die ein solches Angebot, Verkaufswerbung oder Verkauf ungesetzlich ist. Pioneer Investments ist ein Markenname der Unternehmensgruppe Pioneer Global Asset Management S.p.A.

# Fondsinformationen und TELOS Quant Ratings - Ergebnisse

# Aberdeen Global European Equity Ex UK A2 EUR



|   |  |
|---|--|
| <b>Firma</b>                                | <b>Aberdeen Asset Management Deutschland AG</b>                  |
| Strasse, Nr.                                | Bettinastraße 53-55  |
| PLZ   | 60325  |
| Ort   | Frankfurt am Main  |
| Ansprechpartner - Retail                    | Thomas Body  |
| Telefon                                     | 069 768072 211   |
| Fax   |  |
| E-Mail                                      | thomas.body@aberdeen-asset.com                                   |
| Ansprechpartner - institutionelles Geschäft | Peter Dombeck  |
| Telefon                                     | 069 768072 311   |
| Fax   |  |
| E-Mail                                      | peter.dombeck@aberdeen-asset.com                                 |
| Fondsmanager                                | Pan European Equity Team   |
| Telefon                                     |  |
| Fax   |  |
| E-Mail                                      |  |
| Web-Site                                    | <a href="http://www.aberdeen-asset.de">www.aberdeen-asset.de</a> |

## Der Fondsmanager und sein Fonds

Our Pan European Equity team is based in London, Edinburgh and Paris and consists of 18 individuals with an average of nine years' experience in the industry, who are responsible for researching companies. We have a wealth of investment experience, investing through different market cycles, and our significant resources enable us to carry out research into stocks throughout Europe.

The team approach allows us to rotate coverage of stocks among all the various team members, so that no one team member is always visiting the same company. Decisions are made collectively – we don't believe in star fund managers or the egotistical culture that is often associated with star managers. We believe cross-coverage of securities increases our objectivity and lessens our reliance on a single view.

Our investment process is bottom-up, based on identifying good quality stocks at a reasonable price and holding them for the long-term. We identify good quality companies from first-hand research, which includes a series of company visits coupled with in-depth analysis of the company. We measure quality by looking at a company's management, business focus, balance sheet and corporate governance. Price is calculated relative to key financial ratios, the market, peer group and business prospects. We believe it is crucial to do full due diligence on a company before investing and we never invest in a company without first meeting management.

We are aware of the benchmark, but we do not use it as a starting point to build our portfolios. We don't believe that the benchmark provides any indication as to the prospects or inherent worth of a company. Therefore, we view following the benchmark as being a missed opportunity, in that there may be companies outside the benchmark that are good quality with good prospects that are available at an attractive price. We prefer to rely on our own proprietary research when deciding where we should invest. Therefore our portfolios are constructed on the basis of our bottom-up stock selection process.

We view buying a stock as one stage of the process, not the end. We aim to visit the companies we hold at least twice a year, review their quarterly or interim results upon release and discuss all large price movements and news flow for companies at our weekly meetings. Once we find a good company we invest for the long term, holding stocks for 3-5 years, if not longer.

## Das besondere Know-how

The main thing that differentiates us from our competitors is our consistent investment approach that we adhere to, irrespective of market conditions. We are active stock pickers and therefore good stock selection is the main driver of performance, along with tactical topslicing/ adding on weakness within a basic buy-and-hold strategy. Our competitive advantage lies in the quality of our research, the fact that we provide crosscoverage across all sectors in our research; there is no differentiation between analysts and portfolio managers with all members researching companies, our team culture (we don't believe in star managers) and the experience among our senior members.

## Investmentchancen im Segment

We see European companies as very attractive investments over the long term and that is something we have been promoting for a while now. There are numerous reasons as to why European companies are attractive. Overseas contacts and exposure to developing economies have put them in a very strong position as has strong corporate governance and robust legal frameworks. Companies have gained considerable pricing power through selling goods and services around the world that customers absolutely need, this puts them in a strong position in terms of recurring revenue while technological development further enhances their competitive position. We are blessed within Europe as there are a number of companies operating on a global stage with very sustainable business models which, in our view, are attractively valued - especially relative to other asset classes in particular fixed income securities. In absolute some valuations, especially for high quality growth companies, are less attractive post strong performances but should still offer reasonable returns to long-term investors such as ourselves. In the short-term markets are likely to remain volatile but this may well present opportunities for us to introduce or add further to good quality companies.

| <b>Top 10 Holdings (Datum: 30.09.2013)</b> | <b>%</b> |
|--|----------|
| Casino Guichard Perrachon                  | 4,5      |
| Roche Holdings                             | 4,2      |
| Linde AG                                   | 4,0      |
| Aberdeen European Smaller Companies Fund   | 3,9      |
| Nestlé                                     | 3,9      |
| Unilever                                   | 3,9      |
| Atlas Copco                                | 3,8      |
| Schneider Electric                         | 3,6      |
| Kongsberg Gruppen                          | 3,5      |
| Novo-Nordisk                               | 3,4      |
| Anteil Top 10 insgesamt                    | 38,7     |
| Anzahl der Positionen insgesamt            | 38       |

| <b>Marktrisiko (Datum: 30.09.2013)</b> | <b>Fonds (%)</b> | <b>Benchmark (%)</b> | <b>Differenz</b> |
|--|------------------|----------------------|------------------|
| Schweiz                                | 22,5             |                      |                  |
| Frankreich                             | 20,1             |                      |                  |
| Schweden                               | 15,8             |                      |                  |
| Niederlande                            | 11,7             |                      |                  |
| Deutschland                            | 9,5              |                      |                  |
| Norwegen                               | 3,5              |                      |                  |
| Dänemark                               | 3,4              |                      |                  |
| Italien                                | 2,8              |                      |                  |
| Österreich                             | 2,8              |                      |                  |
| Spanien                                | 2,6              |                      |                  |
| Sonstiges                              | 5,3              |                      |                  |
| Insgesamt                              | 100              |                      |                  |

| <b>Sektor (Datum: 30.09.2013)</b> | <b>Fonds (%)</b> | <b>Benchmark (%)</b> | <b>Differenz</b> |
|-----------------------------------|------------------|----------------------|------------------|
| Industrie                         | 33,7             |                      |                  |
| Konsumgüter                       | 13,9             |                      |                  |
| Gesundheitswesen                  | 11,4             |                      |                  |
| Rohstoffe                         | 10,0             |                      |                  |
| Finanzdienstleister               | 9,1              |                      |                  |
| Öl und Gas                        | 5,3              |                      |                  |
| Technologie                       | 4,6              |                      |                  |
| Sonstige                          | 12               |                      |                  |

## Aberdeen Global European Equity Ex UK A2 EUR (in €)

### Ergebnis

Der Fonds Aberdeen Global European Equity Ex UK A2 EUR (in €) erzielte im TELOS-Quant Rating über 3 Jahre eine Wertung von 5 Diamanten. Weiterhin erzielte der Fonds über 5 Jahre eine Wertung von 4 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).

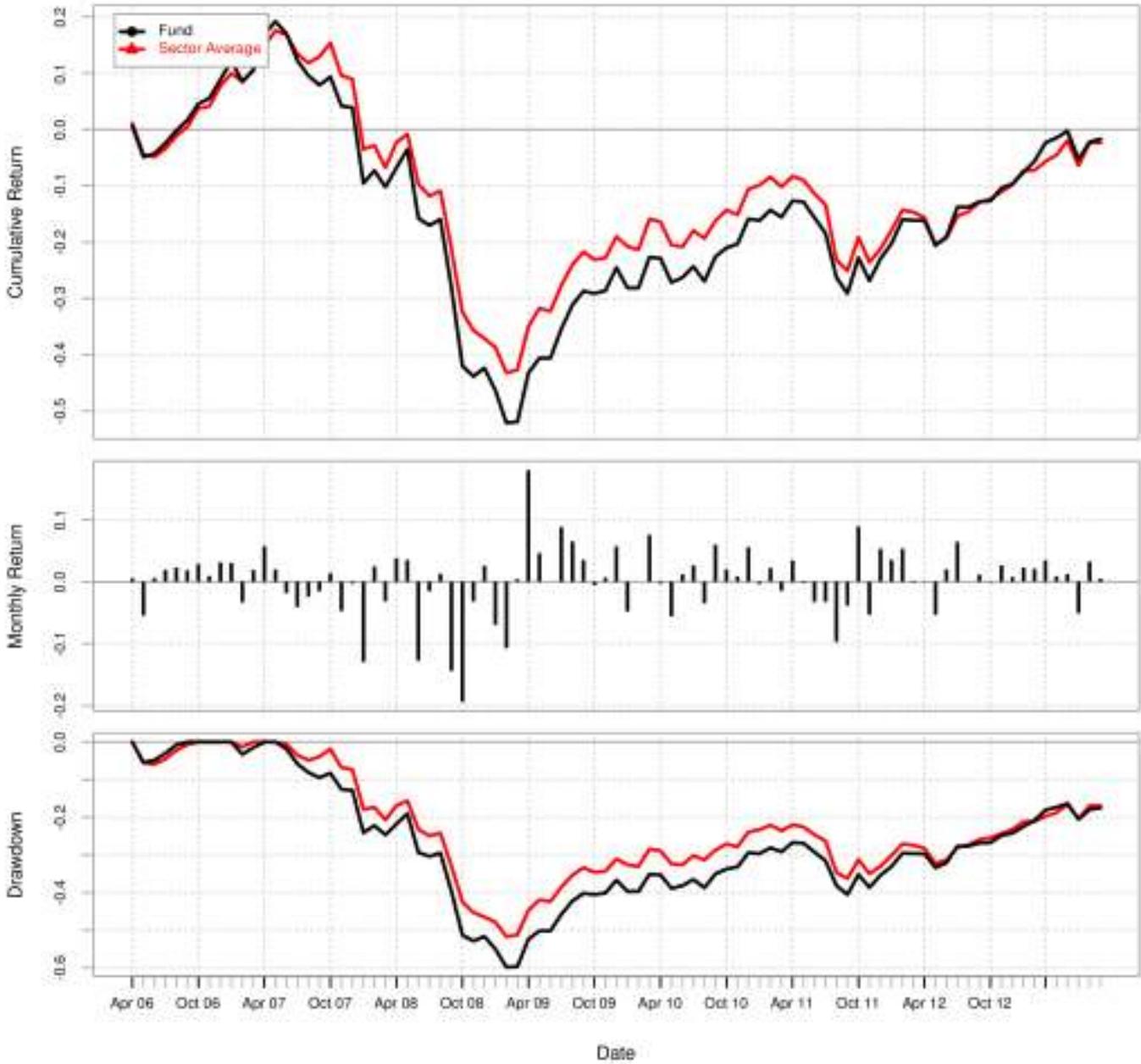
Das Quant Rating wird rein auf Grundlage der Performance Historie gegenüber der Peergroup bestimmt. Neben monatlichen, vierteljährlichen und jährlichen Renditen finden ebenfalls die Outperformance Wahrscheinlichkeit gegenüber dem Sektordurchschnitt, risikoadjustierte Performancemaße sowie diverse Risikomaße/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

**Aberdeen Global European Equity Ex UK A2  
EUR (in €)**

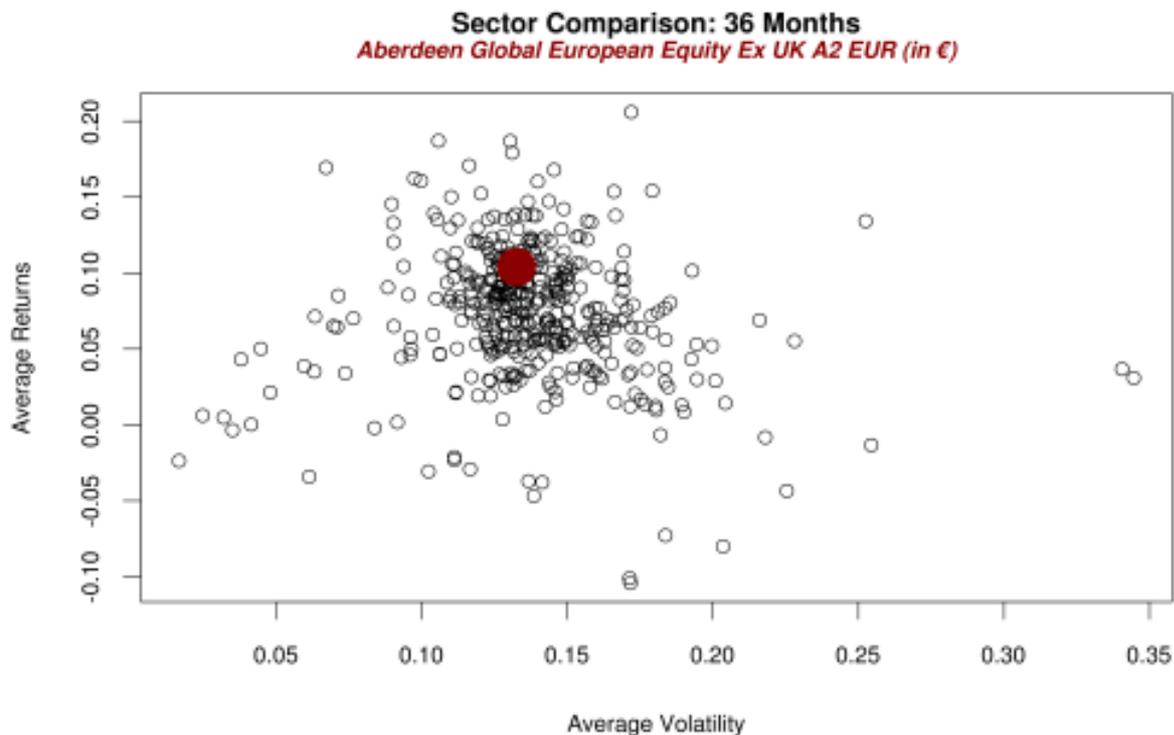
|                    |  |
|--------------------|--|
| Launch.Date        | 2006-03-24   |
| Fund.Size.m.       | 27.4   |
| Fund.Size.Date     | 2013-06-30   |
| Initial.Charge     | 4.6  |
| Annual.Charge      | 1.5  |
| Yield              | NA   |
| Sector             | GM Equity - Europe   |
| Fund.Type          | Offshore FSA   |
| Asset.Class        | Equity   |
| TER                |  |
| Fund.Benchmark     | FTSE World Europe EX UK  |
| Fund.Manager       | Jeremy Whitley u. Pan European Equities Team   |
| Fund.Manager.Since | 2006-03-24   |
| Start.of.data      | 2006-03-24   |
| diamonds.3Y        |   |
| diamonds.5Y        |  |

|                       | 2008          | 2009         | 2010         | 2011          | 2012         | 2013        |
|-----------------------|---------------|--------------|--------------|---------------|--------------|-------------|
| Jan                   | -12.93        | -6.93        | -4.77        | -0.35         | 3.53         | 2.31        |
| Feb                   | 2.48          | -10.71       | 0.00         | 2.21          | 5.34         | 2.11        |
| Mar                   | -3.15         | 0.41         | 7.59         | -1.48         | -0.17        | 3.48        |
| Apr                   | 3.80          | 18.02        | -0.25        | 3.46          | -0.05        | 0.89        |
| May                   | 3.55          | 4.63         | -5.56        | -0.22         | -5.31        | 1.23        |
| Jun                   | -12.71        | 0.00         | 1.20         | -3.24         | 2.04         | -5.04       |
| Jul                   | -1.50         | 8.85         | 2.64         | -3.23         | 6.45         | 3.27        |
| Aug                   | 1.29          | 6.48         | -3.47        | -9.67         | 0.01         | 0.51        |
| Sep                   | -14.37        | 3.54         | 6.00         | -3.83         | 1.13         |             |
| Oct                   | -19.35        | -0.55        | 2.01         | 8.93          | 0.13         |             |
| Nov                   | -3.19         | 0.69         | 0.86         | -5.30         | 2.65         |             |
| Dec                   | 2.60          | 5.73         | 5.62         | 5.33          | 0.78         |             |
| <b>Fund</b>           | <b>-44.51</b> | <b>30.92</b> | <b>11.48</b> | <b>-8.45</b>  | <b>17.26</b> | <b>8.82</b> |
| <b>Sector Average</b> | <b>-42.26</b> | <b>28.78</b> | <b>10.42</b> | <b>-11.94</b> | <b>14.58</b> | <b>8.19</b> |

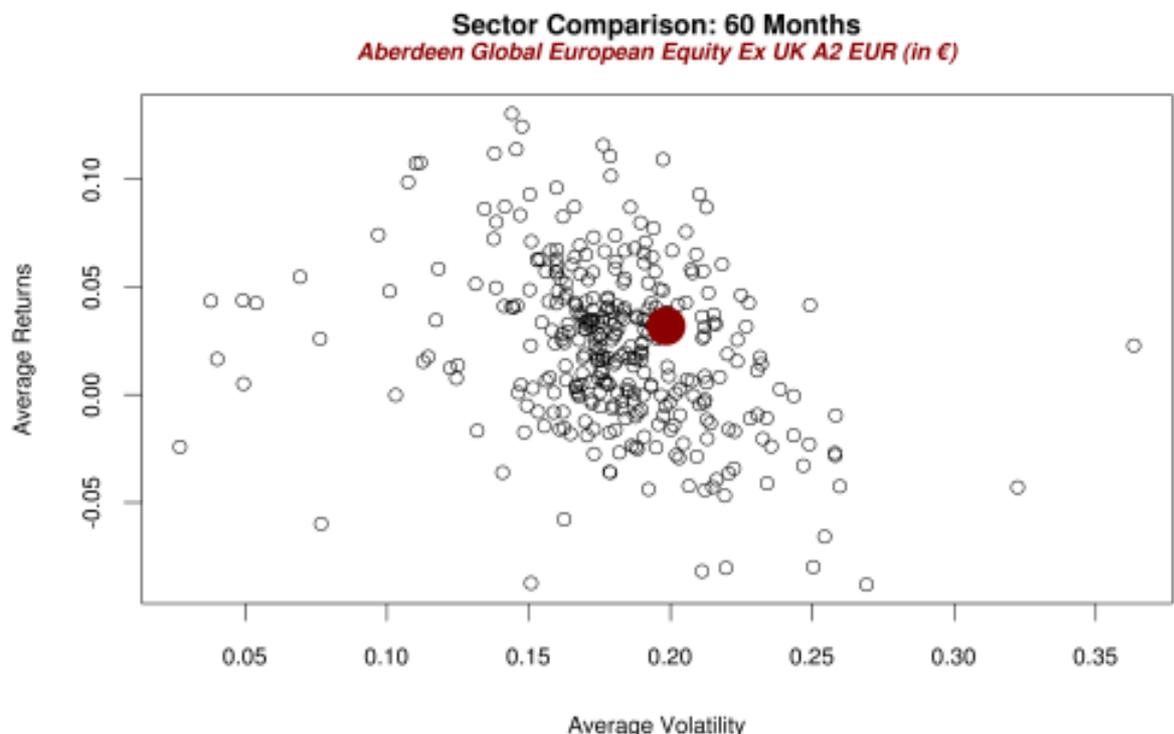
### Fund Performance



Performance Plot

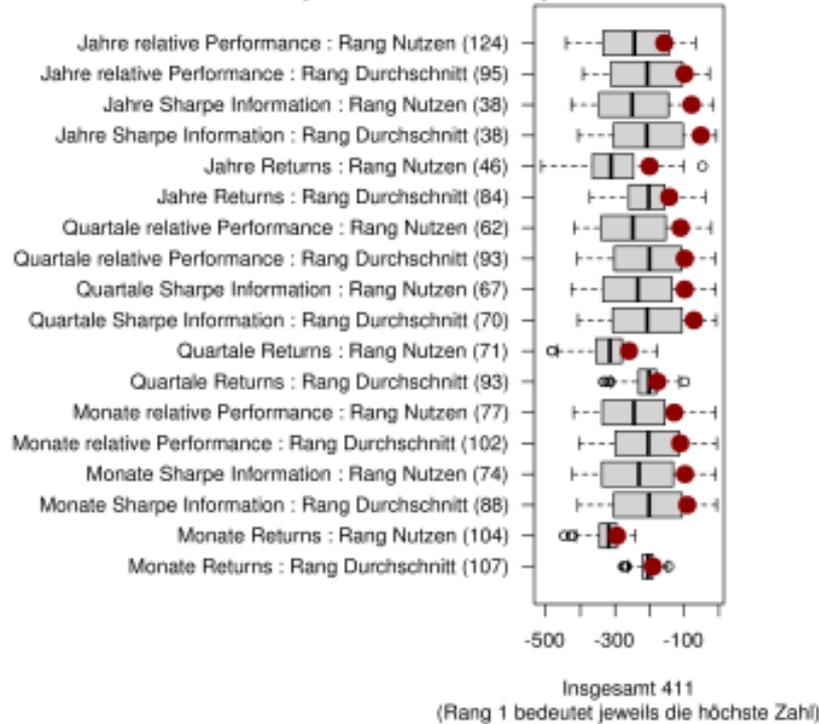


36 Monate Return-Risiko Sektorvergleich



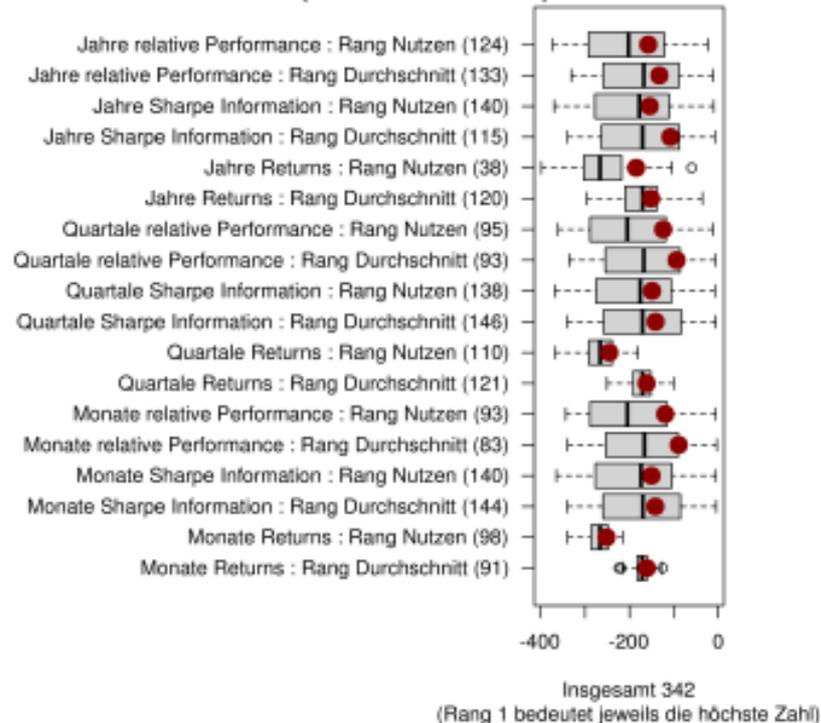
60 Monate Return-Risiko Sektorvergleich

**Aberdeen Global European Equity Ex UK A2**  
**EUR (in €)**  
**Sektor Rang: 69 ; 3 Jahre**  
**( Stand : 2013-08-31 )**



36 Monate Rating Drilldown

**Aberdeen Global European Equity Ex UK A2**  
**EUR (in €)**  
**Sektor Rang: 107 ; 5 Jahre**  
**( Stand : 2013-08-31 )**



60 Monate Rating Drilldown

# BlackRock Global Funds European Value A2 EUR

# BLACKROCK

Ansprechpartner Retail



Ansprechpartner institutionelles Geschäft



Fondsmanager



| <b>Firma</b>                                | <b>BlackRock</b>  |
|---|---|
| Strasse, Nr.                                | Max-Joseph-Straße 6   |
| PLZ   | 80333   |
| Ort   | München   |
| Ansprechpartner - Retail                    | Machts, Christian   |
| Telefon                                     | +49 69 50500 3124   |
| Fax   |   |
| E-Mail                                      | christian.machts@blackrock.com  |
| Ansprechpartner - institutionelles Geschäft | Taubert, Markus   |
| Telefon                                     | +49 89 42729 5878   |
| Fax   | +49 89 42729 5958   |
| E-Mail                                      | markus.taubert@blackrock.com  |
| Fondsmanager                                | Hall, Brian   |
| Telefon                                     |   |
| Fax   |   |
| E-Mail                                      | brian.hall@blackrock.com  |
| Web-Site                                    | <a href="http://www.blackrockinvestments.de/">http://www.blackrockinvestments.de/</a> |

### Der Fondsmanager und sein Fonds

Brian Hall is a member of the European Equity team within the Fundamental Equity division of BlackRock's alpha Strategies group. He is responsible for the management of BlackRock's Pan European portfolios, adopting a value style. Mr. Hall has 14 years experience within the industry and has a deep knowledge of the Industrials sector which he has covered since the beginning of his career. Prior to joining BlackRock in 2007, Mr. Hall has been with Lehman Brothers, where he was a Director, responsible for equity research on the European Capital Goods team. He began his career with Lehman in 1999. Mr. Hall earned a BSc degree, first class honours, in Economics with study in continental Europe from Bristol University in 1999. He holds a CFA and is Citywire AAA. His BGF European Value Fund is Gold rated by S&P. The European Equity team consists of 16 investment professionals and one graduate who are dedicated of finding the best ideas across the European equity universe. All team members are involved in the fundamental research process and they benefit from the rich experience provided by the five senior portfolio managers.

The BlackRock European Equity team believes in:

- Identifying inefficiencies in the market to generate alpha
- A sophisticated bottom-up research process with a strong awareness of macro themes
- Rigorous team debates and a high degree of collaboration
- Portfolio construction that builds portfolios around high conviction ideas
- Risk management as an essential part of a daily routine

The investment philosophy of the team is based on the belief that equity markets are not efficient and that by the use of rigorous, disciplined fundamental research combined with sophisticated risk management tools it is possible to produce consistent alpha.

The fund seeks to maximize total return. It invests at least 70% of its total net assets in the equity securities of companies domiciled in, or exercising the predominant part of their economic activity in Europe. The fund places particular emphasis on companies that are, in the opinion of the Investment Adviser, undervalued and, therefore, represent intrinsic investment value.

The fund exhibits a value bias with a particular focus on companies that are attractively valued on the basis of their current and future cash flow generation. The investment process has not changed significantly during the last year and remains founded upon the three consistent, structured stages of idea generations, rigorous in depth company analysis and portfolio construction with an emphasis on risk awareness. Whilst the investment process is fundamentally stable, we are constantly looking for ways to improve and evolve along with changing market conditions.

The BGF European Value Fund invests mostly in Pan European large, mid cap and small cap securities with a market capitalisation in excess of EUR 1 billion and above. That translates into an investment universe of approximately 450 stocks researched in detail. The process combines a controlled research framework with sophisticated portfolio construction techniques.

### Das besondere Know-how

The team's rigorous fundamental research utilizes BlackRock's vast global resources to deliver the best stock ideas into concentrated portfolios designed to maximize alpha for an appropriate level of risk. Such ideas are generated by individuals, yet challenged and refreshed in a team with complimentary and diversified skills.

Research is central to the investment process and a key source of alpha for the fund. The team has a structured framework in place which includes:

- **Dedicated research co-ordinator** responsible for the day-to-day management of the research schedule
- **Research pipeline** prioritises research and ensures effective use of team resources
- **Proprietary Research template** - provides a comprehensive and consistent framework for each stock containing price target and rating
- **Focused targeted research** - analysts are expected to look for new ideas as well as cover existing holdings, but not do spend time on maintenance research
- **Exceptional access to senior company management** - team conduct hundreds of company meetings every year
- **Team debate and discussion** - facilitates clear and timely conclusion

Risk management is a fundamental aspect of the team's investment process. Daily reports generated by BlackRock's extensive proprietary risk management systems allow the portfolio managers to intensively analyse their portfolio risk. Full stress test scenarios and detailed risk analytics allow the manager to position the portfolio in a fully intentional way. 'No blind spots'- transparency with the Risk & Quantitative Analysis group helps ensure that no area of portfolio risk goes unseen.

### Investmentchancen im Segment

We now have early indications of economic recovery in Europe, increasing business and consumer confidence. Furthermore, we have a relatively stable scenario in regards to sovereign debt sustainability in the periphery and a relatively stable political environment ahead of us. Whilst we might see some short term consolidation in the market, providing that the overall macro and political picture does not change, we expect equity markets in Europe to continue to progress as cheap valuations, when compared with other asset classes and investor flows, provide strong tailwinds for the market as a whole.

It is worth noting that there is risk surrounding this scenario, and at this stage the recovery in Europe is only tentative; any significant disappointment would no doubt see a re-basement downwards of expectations by a relatively bullish investor community. The earnings momentum has remained negative this year, as a result of a slower recovery and strong FX headwinds. We are cognisant that the FX headwinds from a strong Euro could continue; which may drag on expectations moving into next year. However, notwithstanding some potential short term consolidation after a strong run, we still see a decent upside potential in the European equities market over the next 12 months, driven by supportive macro, attractive valuation vs. other asset classes and on-going inflows into the region from still low levels compared to historic averages.

| <b>Top 10 Holdings (Datum: 30.09.2013) %</b> |      |
|--|------|
| Vodafone Group Plc                           | 4.9  |
| Royal Dutch Shell Plc (Cl B)                 | 4.4  |
| Sanofi S.A.                                  | 3.9  |
| Novartis Ag                                  | 3.7  |
| Volkswagen Ag (Pfd Non-Vtg)                  | 2.8  |
| Imperial Tobacco Group Plc                   | 2.7  |
| Lloyds Banking Group Plc                     | 2.6  |
| Rio Tinto Plc                                | 2.5  |
| Nordea Bank Ab                               | 2.4  |
| Eni S.P.A.                                   | 2.4  |
| Anteil Top 10 insgesamt                      | 32.4 |
| Anzahl der Positionen insgesamt              | 58   |

| <b>Marktrisiko (Datum: 30.09.2013)</b> | <b>Fonds (%)</b> | <b>Benchmark (%)</b> | <b>Differenz</b> |
|--|------------------|----------------------|------------------|
| United Kingdom                         | 29.7             | 35.7                 | -6.1             |
| France                                 | 25.1             | 16.4                 | +8.7             |
| Germany                                | 16.4             | 16.0                 | +0.4             |
| Switzerland                            | 8.2              | 5.3                  | +2.9             |
| Italy                                  | 7.3              | 4.0                  | +3.2             |
| Sweden                                 | 6.6              | 4.2                  | +2.4             |
| Netherlands                            | 3.9              | 3.6                  | +0.2             |
| Belgium                                | 1.5              | 0.6                  | +0.8             |
| Greece                                 | 0.3              | 0.1                  | +0.2             |
| Finland                                | 0.1              | 1.9                  | -1.7             |
| Sonstiges                              |                  |                      |                  |
| Insgesamt                              | 99.1             | 87.8                 | 11.0             |

| <b>Sektor (Datum: 30.09.2013)</b> | <b>Fonds (%)</b> | <b>Benchmark (%)</b> | <b>Differenz</b> |
|-----------------------------------|------------------|----------------------|------------------|
| Financials                        | 26.0             | 31.3                 | -5.3             |
| Industrials                       | 21.0             | 8.2                  | +12.8            |
| Telecom                           | 12.0             | 10.1                 | +1.9             |
| Consumer Discretionary            | 11.3             | 6.4                  | +4.9             |
| Health Care                       | 10.5             | 6.9                  | +3.6             |
| Energy                            | 6.8              | 14.8                 | -8.1             |
| Materials                         | 5.7              | 9.6                  | -3.9             |
| Consumer Staples                  | 4.1              | 3.7                  | +0.4             |
| Information Technology            | 1.6              | 1.6                  | +0.0             |

## BlackRock Global Funds European Value A2 EUR (in €)

### Ergebnis

Der Fonds BlackRock Global Funds European Value A2 EUR (in €) 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

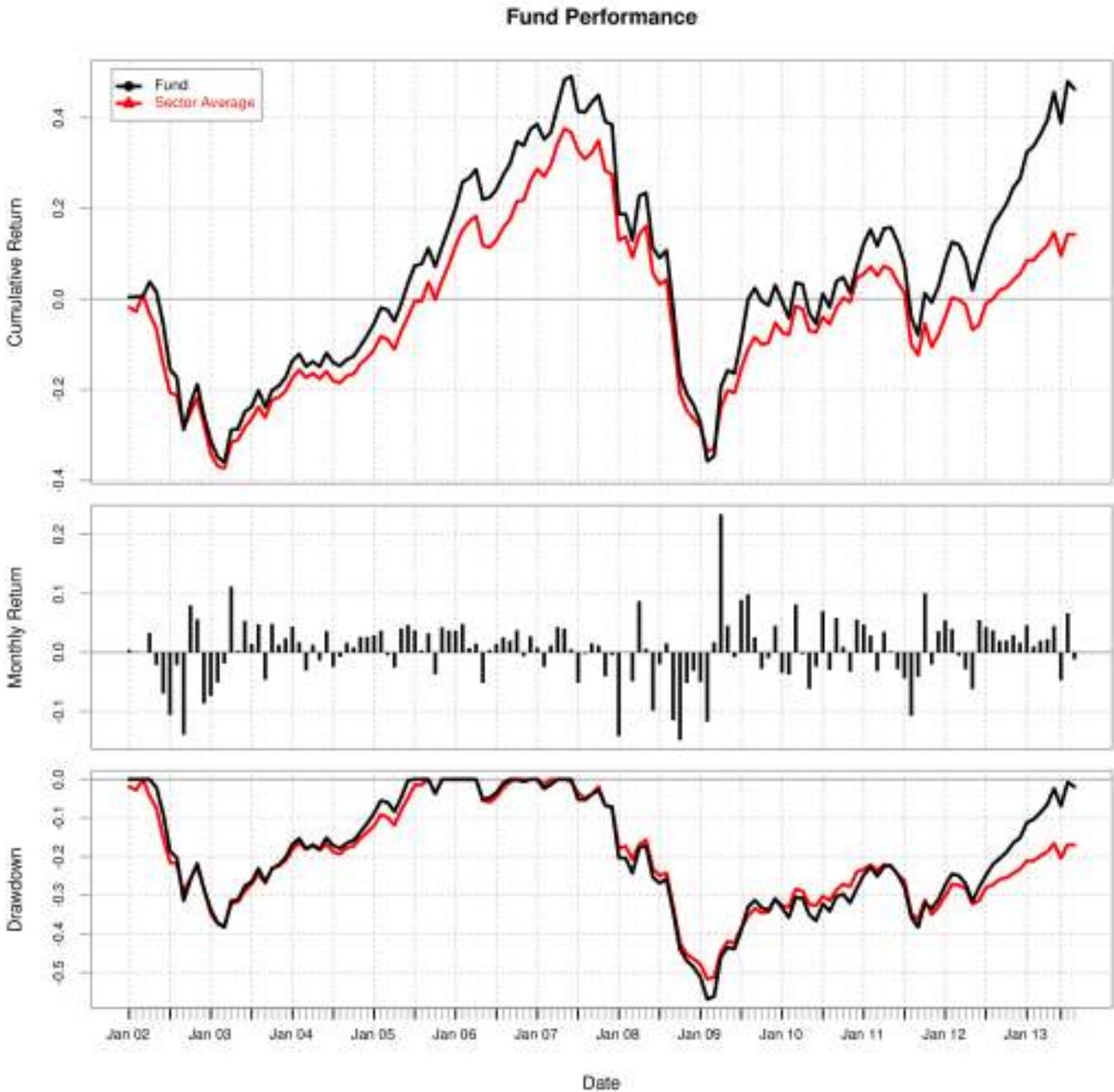
Die Bewertungsskala beim Telos Quant Rating reicht von 5 Diamanten (beste) bis 1 Diamanten (schlechteste). Dabei entsprechen 5 Sterne dem Quantil 80-100 (besten 20%), 4 Sterne dem Quantil 60-80, 3 Sterne dem Quantil 40-60 (Mitte), 2 Sterne dem Quantil 20-40, und 1 Stern dem Quantil 0-20 (schlechteste).

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.

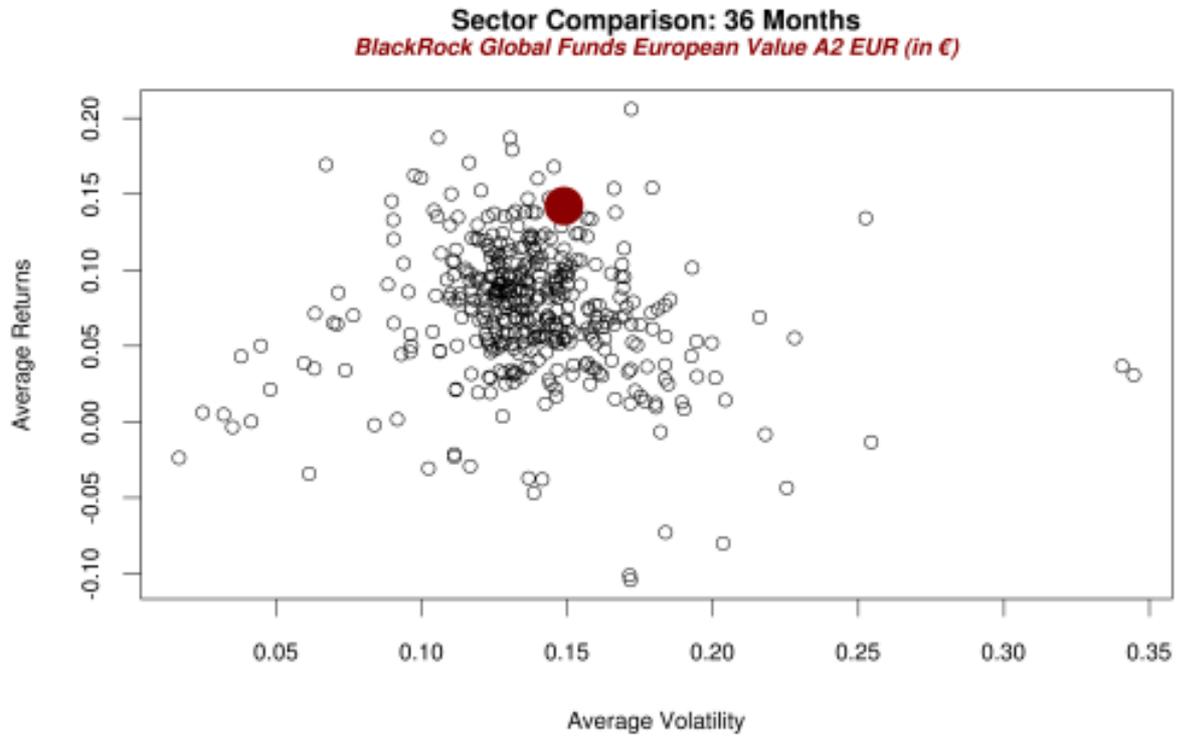
**BlackRock Global Funds European Value A2  
EUR (in €)**

|                    |  |
|--------------------|--|
| Launch.Date        | 1997-01-08   |
| Fund.Size.m.       | 394.6  |
| Fund.Size.Date     | 2013-04-30   |
| Initial.Charge     | 1.81   |
| Annual.Charge      | 1.5  |
| Yield              | NA   |
| Sector             | GM Equity - Europe   |
| Fund.Type          | Offshore FSA   |
| Asset.Class        | Equity   |
| TER                |  |
| Fund.Benchmark     | MSCI European Value Net  |
| Fund.Manager       | Brian Hall   |
| Fund.Manager.Since | 2010-11-30   |
| Start.of.data      | 2000-01-31   |
| diamonds.3Y        |   |
| diamonds.5Y        |  |

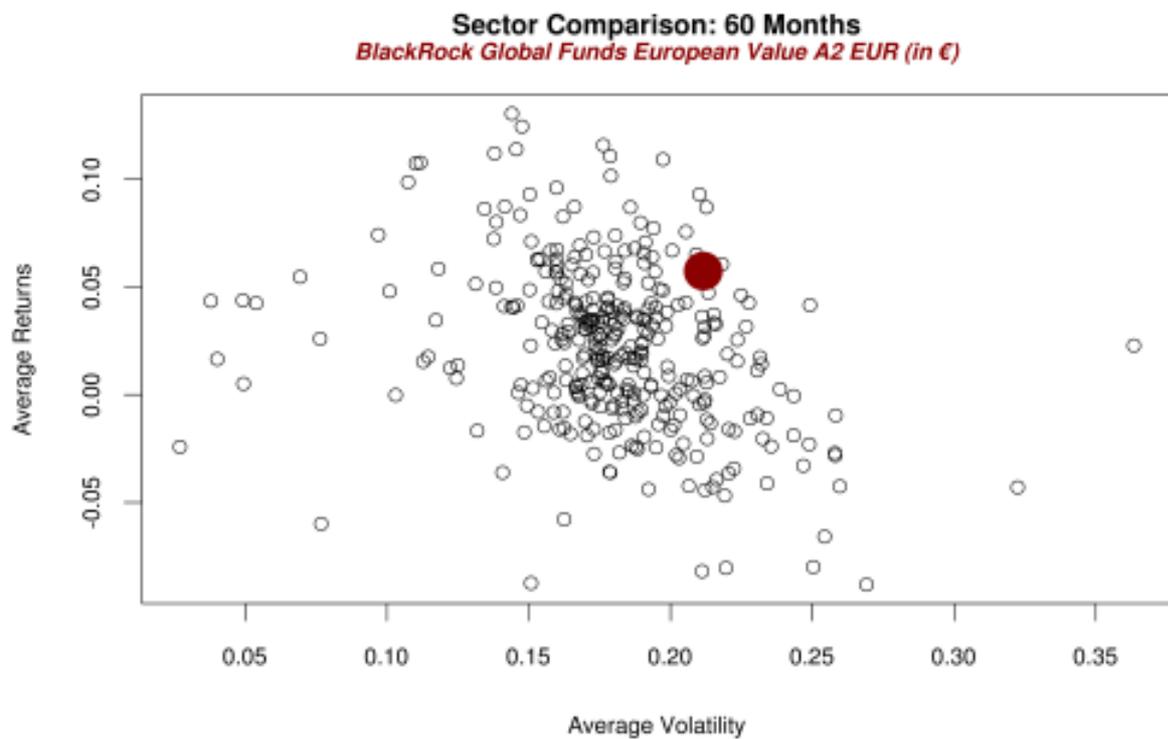
|                       | 2008          | 2009         | 2010         | 2011          | 2012         | 2013         |
|-----------------------|---------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|
| Jan                   | -14.22        | -5.00        | -3.48        | 4.73          | 5.40         | 4.60         |
| Feb                   | -0.03         | -11.72       | -3.73        | 2.85          | 3.93         | 1.03         |
| Mar                   | -4.88         | 1.69         | 8.12         | -3.16         | -0.56        | 1.94         |
| Apr                   | 8.65          | 23.40        | -0.29        | 3.48          | -2.86        | 2.23         |
| May                   | 0.59          | 4.53         | -6.19        | 0.18          | -6.21        | 4.48         |
| Jun                   | -9.84         | -0.82        | -2.40        | -2.84         | 5.47         | -4.70        |
| Jul                   | -2.00         | 8.84         | 6.99         | -4.37         | 4.26         | 6.63         |
| Aug                   | 1.52          | 9.81         | -2.95        | -10.77        | 3.71         | -1.16        |
| Sep                   | -11.49        | 2.54         | 5.81         | -4.12         | 1.94         |              |
| Oct                   | -14.86        | -2.80        | 0.93         | 10.03         | 2.01         |              |
| Nov                   | -5.20         | -0.97        | -3.25        | -2.03         | 2.97         |              |
| Dec                   | -3.13         | 4.53         | 5.56         | 3.59          | 1.62         |              |
| <b>Fund</b>           | <b>-44.66</b> | <b>34.54</b> | <b>3.87</b>  | <b>-4.01</b>  | <b>23.15</b> | <b>15.57</b> |
| <b>Sector Average</b> | <b>-42.26</b> | <b>28.78</b> | <b>10.42</b> | <b>-11.94</b> | <b>14.58</b> | <b>8.19</b>  |



Performance Plot

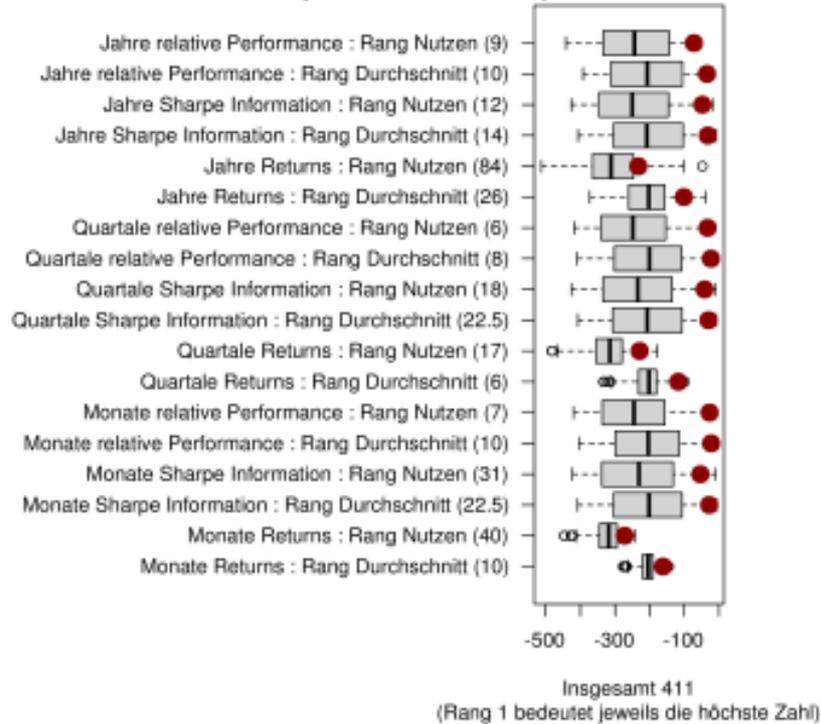


36 Monate Return-Risiko Sektorvergleich



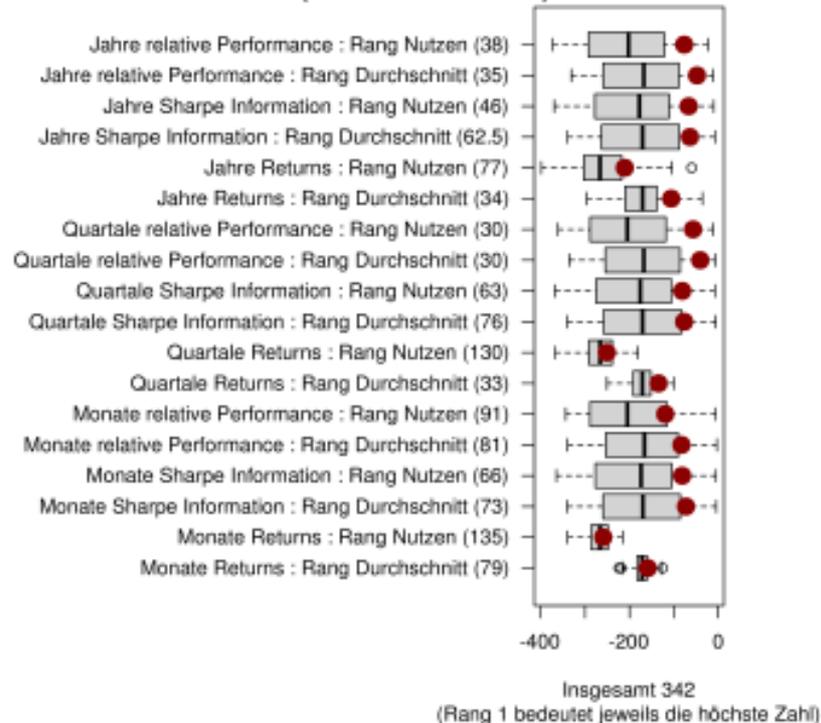
60 Monate Return-Risiko Sektorvergleich

**BlackRock Global Funds European Value A2**  
**EUR (in €)**  
**Sektor Rang: 7 ; 3 Jahre**  
**( Stand : 2013-08-31 )**



36 Monate Rating Drilldown

**BlackRock Global Funds European Value A2**  
**EUR (in €)**  
**Sektor Rang: 59 ; 5 Jahre**  
**( Stand : 2013-08-31 )**



60 Monate Rating Drilldown

# Capital Group Capital International European Equity A4 EUR



# CAPITAL GROUP<sup>SM</sup>

Ansprechpartner Retail



Ansprechpartner institutionelles Geschäft



Fondsmanager



| <b>Firma</b>                                | <b>Capital Group</b>             |
|---|----------------------------------|
| Strasse, Nr.                                | 40 Grosvenor Place               |
| PLZ   | SW1X 7GG                         |
| Ort   | London                           |
| Ansprechpartner - Retail                    | Soren Mikkelsen                  |
| Telefon                                     | 00352 27 17 6233                 |
| Fax   | 00352 27 17 6290                 |
| E-Mail                                      | soxm@capgroup.com                |
| Ansprechpartner - institutionelles Geschäft | Soren Mikkelsen                  |
| Telefon                                     | 00352 27 17 6233                 |
| Fax   | 00352 27 17 6290                 |
| E-Mail                                      | soxm@capgroup.com                |
| Fondsmanager                                | Philip Winston & Rudolf Staehlin |
| Telefon                                     |                                  |
| Fax   |                                  |
| E-Mail                                      |                                  |
| Web-Site                                    | www.thecapitalgroup.com          |

### Der Fondsmanager und sein Fonds

**Rudolf Staehelin** is an equity portfolio manager at Capital Group (CG). He is vice chairman of Capital International Sàrl. He has 33 years' investment experience and has been with CG for 31 years. Rudolf has been one of the strategy's portfolio managers since its launch in 1992.

Rudolf has an 'opportunistic' investment style, i.e. seeking cheap or undervalued stocks. Sometimes those are value stocks and other times they are high growth stocks with low PE ratios. Quantitative analysis shows that Rudolf is one of the few portfolio managers who, over time, migrate across the whole spectrum between extreme value and strong growth. However, these pendulum swings are gradual movements over time, not rapid swings.

His portfolio frequently represents barbell characteristics: some high potential, high risk growth or cyclical stocks anchored by cash and defensive stocks at the other end of the spectrum.

Rudolf's ideal stock is a steady, reliable grower to hold over many years, sometimes taking a larger position, then when the market gets over-optimistic, trimming a bit, and after a 'disappointing' quarter, adding back.

His portfolio is quite diversified, with the number of stocks depending on the volatility of the markets: he tends to hold more stocks in volatile markets and fewer in less volatile markets.

**Philip Winston** is an equity portfolio manager at CG. He has 28 years' investment experience and has been with CG for 16 years. Philip has been a portfolio manager in the fund since 1998.

Philip seeks companies with strong franchises and hard to replicate, good businesses that he will hold for a long time. He's attracted to companies that tend to have high margins, good cash flow and return on capital employed. Rather than categorising himself as growth or value biased, Philip seeks opportunities where he can see value.

In the past, Philip has seen value in high quality growth companies, which he likes to form the core of his portfolio. However, more recent purchases have been companies that are recovering, or that are at a discount to their asset value.

### Das besondere Know-how

Proprietary research forms the core of our investment process and is the starting point for all of our investment ideas. We use a fundamental, bottom-up approach and on-the-ground research. Research is disseminated by analysts to portfolio managers. Our investment process, The Capital System, enables individual investment professionals to act on their highest convictions, while limiting risk associated with isolated decision-making. Each portfolio is divided into portions that are managed independently by investment professionals with diverse backgrounds, ages and investment approaches. A disciplined, multi-layered governance structure oversees the system's operation. The Mandate Manager (for this portfolio, Philip Winston) is responsible for monitoring the whole portfolio to ensure it achieves its investment objectives and remains within investment guidelines.

The European Equity portfolio specifically seeks to achieve long-term growth of capital by investing in companies domiciled and/or having their principal place of business in Europe. It offers investors long-term returns from capital appreciation through investing in European companies with sustainable business models that are difficult to replicate, that have a favourable long-term outlook and expected dividend growth.

The individual portfolio managers within the European Equity portfolio take the following approaches:

**Rudolf Staehelin** seeks European companies where he sees a catalyst for change, potential for earnings growth and expansion of valuation multiples. He is willing to pay for growth or unique franchises and tends to avoid highly regulated industries.

**Philip Winston** seeks well-run European companies with long-term, sustainable franchises and strong cash flows with sustainable dividend growth or dividend paying potential. He is attracted to European companies undergoing change and restructuring, or misunderstood by investors.

## Investmentchancen im Segment

The strategy benefits from two portfolio managers, with an average of 24 years with Capital, and a research portfolio (RP). The RP, which is unique to Capital, is a segment of the portfolio managed entirely by analysts acting as an additional manager in the investment team. The analysts invest directly in their highest convictions from within their industry coverage. The RP is an excellent communication tool, as the analysts can express their views in actual commitments; they quantify and demonstrate the strength of their convictions through their holdings. The portfolio managers and analysts are in frequent communication with each other through various channels, facilitating in-depth discussion of investment ideas. Portfolio manager get-togethers are held each quarter to conduct thorough portfolio reviews. Consideration is given to whether the stocks owned meet the required criteria, and what environment the portfolio can be expected to do well or badly in.

Philip Winston's assessment of the segment, provided in September 2013, is as follows: Much uncertainty still exists in European economies, with the Euro area likely to remain in fragile market equilibrium where there is a risk of renewed market tensions. It may take a number of quarters before there is confirmation of strong self-sustaining recovery in the region. Once a recovery is underway, this should provide a strong tailwind for European share prices. Growth which is sustainable will still be highly valued, and the fund invests in some excellent companies that aren't necessarily household names, believing these will be growth companies for a long time to come. Equally, within European equities there are deeper value and restructuring opportunities in sectors where the environment has been changing. A key example of this is the financial sector where, over the last couple of years, the fund has added positions within insurance and banks.

### Disclaimer:

All information as of 30<sup>th</sup> September 2013 unless otherwise stated. If past results are shown, such figures are not predictive of future results.

Investors should seek their own tax advice. This information is neither an offer nor a solicitation to buy or sell any securities or to provide any investment service. This communication is not intended to be comprehensive or to provide investment, tax or other advice.

This communication is issued by Capital International Management Company Sàrl ("CIMC"), 37 avenue J.F. Kennedy, L- 1855 Luxembourg. CIMC is authorized and regulated by the CSSF (Commission de Surveillance du Secteur Financier).

Name of Fund: Capital International Fund.

Name of sub-fund: Capital International European Equity

This fund is offered only by Prospectus, together, where applicable, with the Key Investor Information document. These documents, together with the latest Annual and Semi-Annual Reports and any documents relevant to local legislation, contain more complete information about the fund, including relevant risks, charges and expenses, and should be read carefully before investing. However, these documents and other information relating to the fund will not be distributed to persons in any country where such distribution would be contrary to law or regulation.

This communication is intended for professional investors only and should not be relied upon by retail investors. While Capital Group uses reasonable efforts to obtain information from sources which it believes to be reliable, Capital Group makes no representation or warranty as to the accuracy, reliability or completeness of the information

© 2013 Capital Group. All rights reserved. [www.capgroup.com](http://www.capgroup.com)

**Top 10 Holdings (Datum: 30.09.2013) %**

|                                 |     |
|---------------------------------|-----|
| Sampo                           | 3.2 |
| Prudential                      | 3.2 |
| Gemalto                         | 2.7 |
| BNP Parisbas                    | 2.5 |
| Roche                           | 2.4 |
| Bayer                           | 2.4 |
| Meggit                          | 2.2 |
| Lloyds Banking                  | 2.2 |
| UBS                             | 2.1 |
| Pernod Ricard                   | 2.1 |
| Anteil Top 10 insgesamt         | 25  |
| Anzahl der Positionen insgesamt | 81  |

**Sektor (Datum: 30.09.2013) Fonds (%) Benchmark (%) Differenz**

|                            |      |      |      |
|----------------------------|------|------|------|
| Energy                     | 5.3  | 9.4  | -4.1 |
| Materials                  | 9.6  | 8.1  | 1.5  |
| Industrials                | 10.4 | 11.7 | -1.3 |
| Consumer discretionary     | 18.2 | 9.9  | 8.3  |
| Consumer staples           | 9.1  | 13.8 | -4.7 |
| Health care                | 9.3  | 12.4 | -3.1 |
| Financials                 | 24.7 | 21.5 | 3.2  |
| Information technology     | 4.9  | 3.3  | 1.6  |
| Telecommunication services | 5.5  | 5.9  | -0.4 |

## Capital Group Capital International European Equity A4 EUR (in €)

### Ergebnis

Der Fonds Capital Group Capital International European Equity A4 EUR (in €) 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

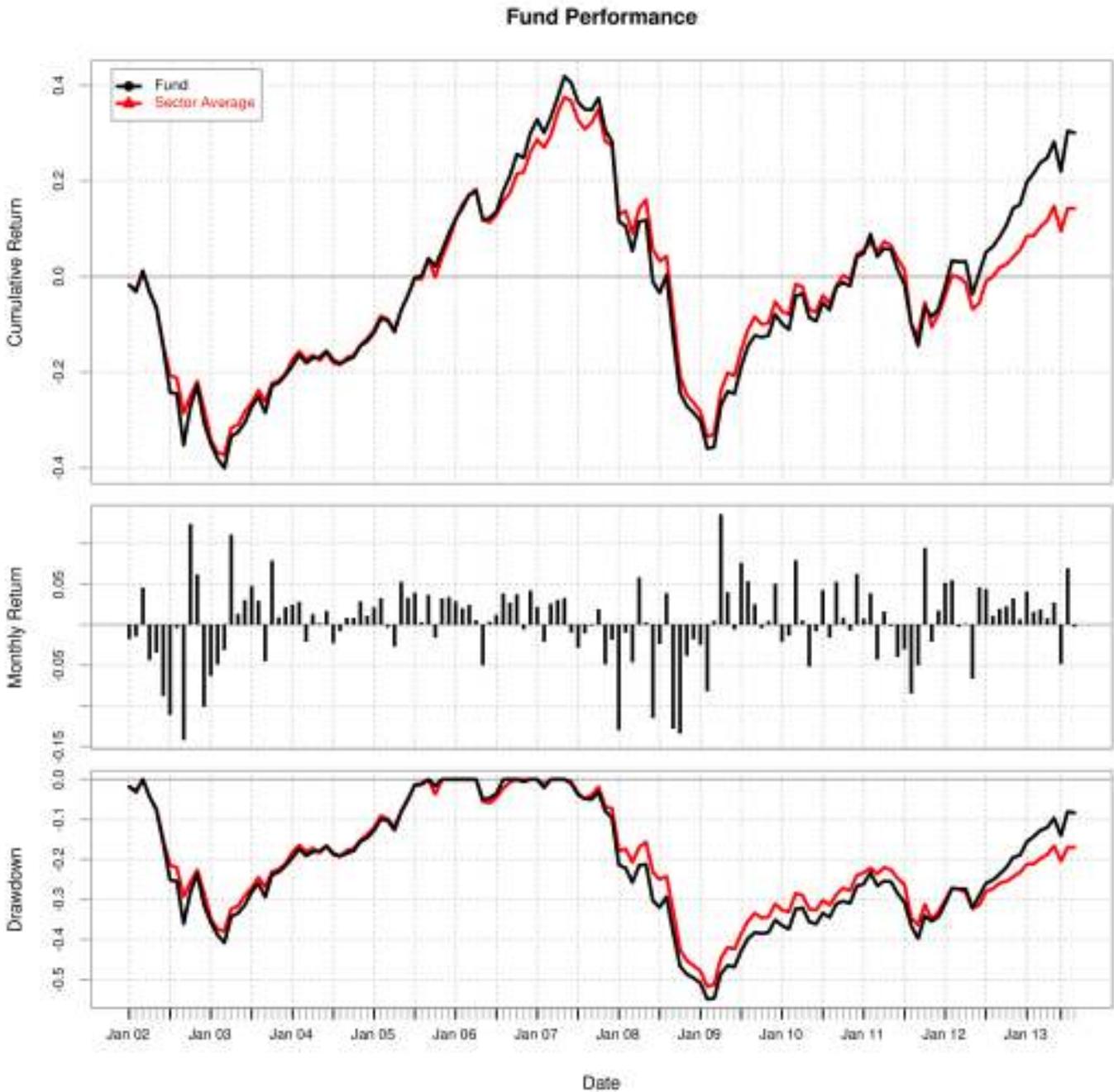
Die Bewertungsskala beim Telos Quant Rating reicht von 5 Diamanten (beste) bis 1 Diamanten (schlechteste). Dabei entsprechen 5 Sterne dem Quantil 80-100 (besten 20%), 4 Sterne dem Quantil 60-80, 3 Sterne dem Quantil 40-60 (Mitte), 2 Sterne dem Quantil 20-40, und 1 Stern dem Quantil 0-20 (schlechteste).

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.

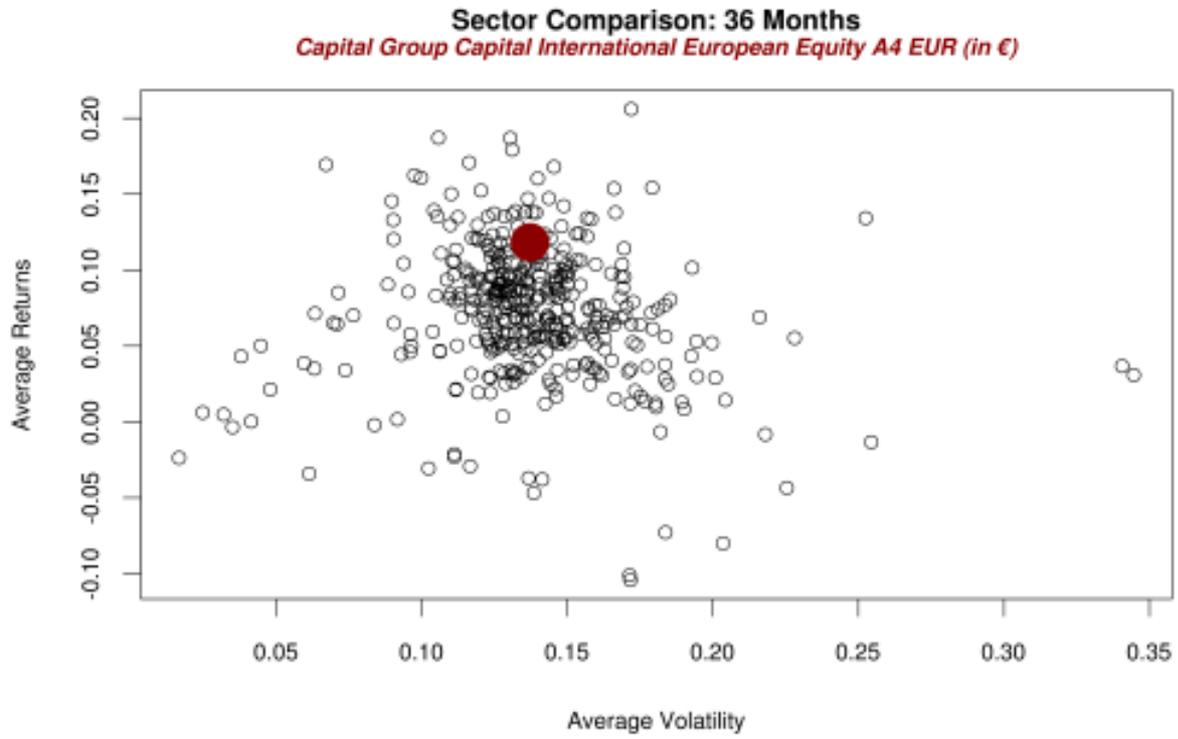
**Capital Group Capital International European  
Equity A4 EUR (in €)**

|                    |  |
|--------------------|--|
| Launch.Date        | 2008-07-07   |
| Fund.Size.m.       | 60.7   |
| Fund.Size.Date     | 2013-01-31   |
| Initial.Charge     | 5.25   |
| Annual.Charge      | 0.7  |
| Yield              | 2.8  |
| Sector             | GM Equity - Europe   |
| Fund.Type          | Offshore FSA   |
| Asset.Class        | Equity   |
| TER                |  |
| Fund.Benchmark     | MSCI Europe Index with net dividends reinvested                                      |
| Fund.Manager       | Philip Winston, Rudolf Staehelin, Ursula Van Almsick                                 |
| Fund.Manager.Since | 1999-07-02   |
| Start.of.data      | 1999-07-02   |
| diamonds.3Y        |  |
| diamonds.5Y        |  |

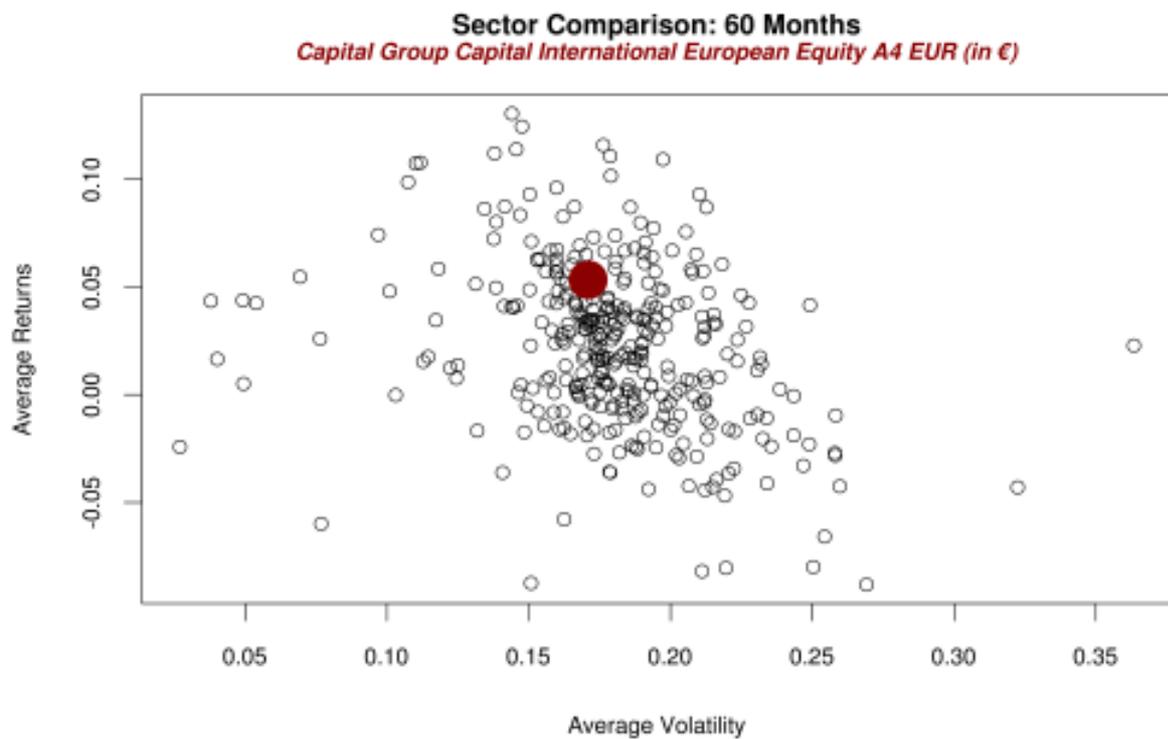
|                       | 2008          | 2009         | 2010         | 2011          | 2012         | 2013         |
|-----------------------|---------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|
| Jan                   | -12.97        | -2.49        | -2.14        | 0.72          | 5.13         | 4.07         |
| Feb                   | -0.99         | -8.20        | -1.35        | 3.85          | 5.45         | 1.57         |
| Mar                   | -4.63         | 0.44         | 7.91         | -4.31         | -0.27        | 1.85         |
| Apr                   | 5.80          | 13.56        | 0.49         | 1.62          | 0.09         | 0.76         |
| May                   | 0.26          | 3.98         | -5.16        | -0.18         | -6.64        | 2.70         |
| Jun                   | -11.49        | -0.62        | -0.82        | -3.99         | 4.58         | -4.83        |
| Jul                   | -2.37         | 7.58         | 4.24         | -3.05         | 4.38         | 6.92         |
| Aug                   | 3.88          | 5.31         | -1.59        | -8.48         | 1.07         | -0.29        |
| Sep                   | -12.80        | 2.52         | 5.24         | -5.00         | 1.94         |              |
| Oct                   | -13.40        | -0.43        | 0.86         | 9.43          | 2.25         |              |
| Nov                   | -3.84         | 0.43         | -0.76        | -2.10         | 3.22         |              |
| Dec                   | -1.80         | 5.03         | 6.22         | 1.74          | 0.66         |              |
| <b>Fund</b>           | <b>-44.20</b> | <b>28.70</b> | <b>13.02</b> | <b>-10.44</b> | <b>23.44</b> | <b>13.03</b> |
| <b>Sector Average</b> | <b>-42.26</b> | <b>28.78</b> | <b>10.42</b> | <b>-11.94</b> | <b>14.58</b> | <b>8.19</b>  |



Performance Plot

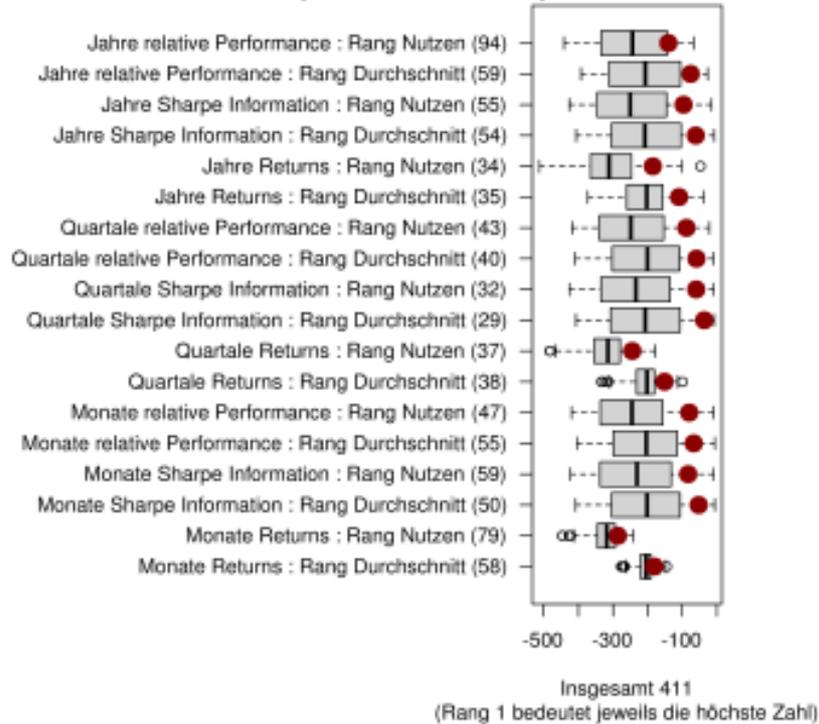


36 Monate Return-Risiko Sektorvergleich



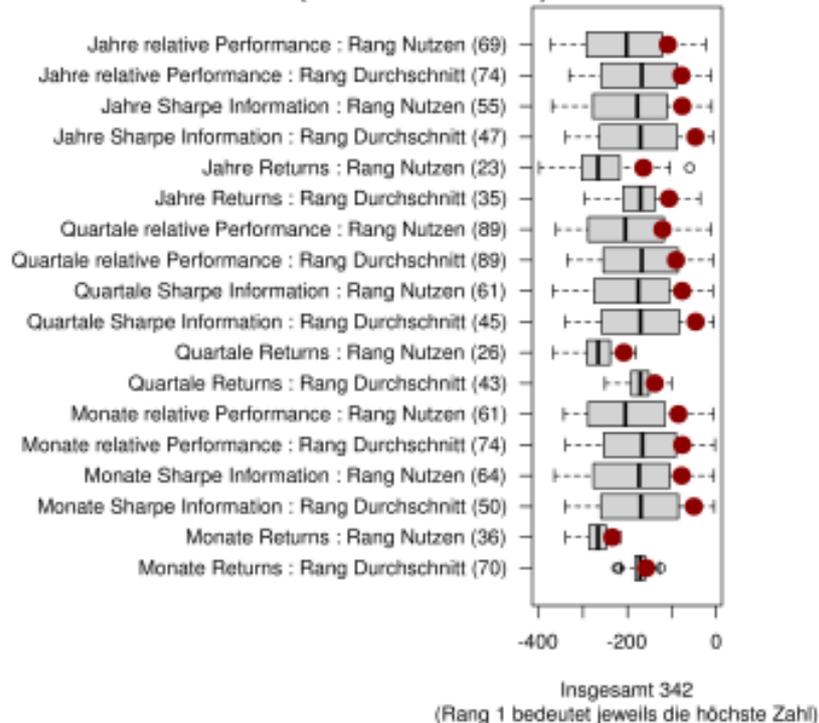
60 Monate Return-Risiko Sektorvergleich

**Capital Group Capital International European  
Equity A4 EUR (in €)  
Sektor Rang: 38 ; 3 Jahre  
( Stand : 2013-08-31 )**



36 Monate Rating Drilldown

**Capital Group Capital International European  
Equity A4 EUR (in €)  
Sektor Rang: 51 ; 5 Jahre  
( Stand : 2013-08-31 )**



60 Monate Rating Drilldown

# Comgest Growth Europe Acc



## Ansprechpartner



## Fondsmanager



|                 |                                 |
|-----------------|---------------------------------|
| <b>Firma</b>    | <b>Comgest Deutschland GmbH</b> |
| Strasse, Nr.    | Prinz-Georg-Straße 7            |
| PLZ             | 40477                           |
| Ort             | Düsseldorf                      |
| Ansprechpartner | Andreas Franz                   |
| Telefon         | (0211) 440 387 21               |
| Fax             | (0211) 440 387 23               |
| E-Mail          | franz@comgest.de                |
| Ansprechpartner | Oliver Hausemann                |
| Telefon         | (02244) 91 53 56                |
| Fax             | (0211) 440 387 23               |
| E-Mail          | hausemann@comgest.de            |
| Fondsmanager    | Franz Weis                      |
| Telefon         |                                 |
| Fax             |                                 |
| E-Mail          |                                 |
| Web-Site        | www.comgest.com                 |

## Der Fondsmanager und sein Fonds

Franz Weis startete seine Karriere 1990 bei Baillie Gifford & Co, wo er als Portfoliomanager und Analyst arbeitete. Danach war er bei F&C Asset Management als Senior Fondsmanager und Direktor verantwortlich für europäische Aktien. Seit September 2005 ist er bei Comgest, der in Paris ansässigen internationalen Aktienfondsboutique als Fondsmanager tätig und leitet das Europa-Aktienfonds-Team. Franz Weis managt seit dem Jahr 2005 den Comgest Growth Europe, das europäische Large-Cap-Flaggschiff des Hauses.

Die Portfoliounternehmen werden nach strengen Auswahlkriterien ausgewählt. Neben der Vorhersehbarkeit des Gewinnwachstums sind dies: außerordentliche Unternehmensmodelle, geringe Abhängigkeit vom Konjunkturzyklus, hohe Kapitalrenditen, nachhaltige Gewinnmargen und hohe Eigenfinanzierungskapazität. Mit diesem disziplinierten Auswahlprozess gelingt es, Unternehmen zu identifizieren, die überdurchschnittliche Renditen bei langfristig unterdurchschnittlichem Risiko erwirtschaften. So soll über eine Haltedauer von mindestens einem Konjunkturzyklus regelmäßig eine überdurchschnittliche Rendite erzielt werden bei gleichzeitig geringerer Volatilität als sie der breite Markt ausprägt. Strenge Bewertungsdisziplin spielt dabei eine wichtige Rolle. Franz Weis agiert unabhängig von vorübergehenden Börsentrends und sucht Qualitätswachstum – jedoch nur zu vernünftigen Preisen.

## Das besondere Know-how

Bei Comgest achtet man auf hohes organisches Wachstum, etwa durch Produktnischen oder sehr dynamische Prozesse. Außerdem sollte das Wachstum nicht aus Preissenkungen resultieren. Wer also möglichst wenige Wettbewerber hat und einzigartige Produkte herstellt, ist klar im Vorteil. Wichtig ist, dass ein Unternehmen Dienstleistungen und Güter produziert, die gebraucht werden, wie Lebensmittel, Kommunikationstechnik, Luxusartikel oder Leistungen der Gesundheitsindustrie. So hat man als Anleger die Gewährleistung, dass das Unternehmen regelmäßig Umsätze erzielt. Bei der Analyse achten wir besonders auf die Qualität der Unternehmen, in die wir investieren wollen, also ob die Firma ein starkes und nachhaltiges Wachstum generieren kann. Dazu zählt autonomes Wachstum ohne Abhängigkeit von makroökonomischen Konjunkturzyklen. Stattdessen wollen wir Firmen, die einzigartige Produkte haben sowie Preissetzungsmacht in ihrem Markt. Wenn wir eine solche Firma identifiziert haben, schauen wir uns die Bewertung an, und dann entscheiden wir, ob wir das Unternehmen kaufen oder nicht. Diese Analyse einer Firma kann zwei bis drei Jahre dauern, da es uns viel wichtiger ist, das Unternehmen richtig zu verstehen, als zu früh reinzugehen und Fehler zu machen. Gleichzeitig beobachten wir auch die Unternehmen sehr genau, in die wir investiert sind. Wenn wir sehen, dass sich die Gewinndynamik reduziert oder erhöht, dann kaufen wir dazu oder reduzieren unsere Positionen entsprechend. Wir achten zum Beispiel darauf, ob die Gesellschaft in den letzten zehn Jahren ein gutes zweistelliges Gewinnwachstum geliefert hat, ob ein positiver Cashflow generiert wurde oder ob sie 2008 und 2009 keinen starken Gewinneinbruch erlitten hat – das ist wirklich ein harter Test. Wenn man eine Firma findet, die 2008/2009 gut abgeschnitten und die Umsätze gesteigert hat, dann hat man ein sehr interessantes Unternehmen vor sich. Dem KGV hingegen messen wir nur eine begrenzte Aussagekraft bei. Man muss es im Vergleich zur Gewinndynamik sehen. Ein Unternehmen, das ein Wachstum von 30 Prozent vorweisen kann, verdient ein höheres KGV als ein Unternehmen, das mit fünf Prozent wächst. Es hängt auch zusammen mit der Sicherheit dieses Wachstums. Wenn man bei Comgest viele Wolken am Firmenhimmel und viele Tretminen sieht, dann zahlt man entsprechend weniger für ein Unternehmen als für solche, bei denen alles störungsfrei scheint. Aus diesen Gründen kostet eben eine Bank oder ein Autounternehmen viel weniger als eine L'Oréal. Ein weiterer Punkt, der gerne übersehen wird, ist die Nachhaltigkeit des Wachstums. Ein höheres KGV ist gerechtfertigt, wenn ich weiß, dass ein Unternehmen nicht nur drei Monate ein gutes Gewinnmomentum hat, sondern wie eine Coca-Cola praktisch 100 Jahre lang. Dieser Konzern hat bewiesen, dass sein Konzept nicht nur in einem Land funktioniert, sondern überall.

## Investmentchancen im Segment

Aktuell sehen wir ein eingeschränktes Wirtschaftswachstum, ebenso sind Krediteinschränkungen für Banken, Regierungen und Haushalte zu beobachten. Die Kapitalmarktteilnehmer zeigen große Unsicherheiten und die Notierungen sind sehr volatil.

Insbesondere in diesem Umfeld setzen wir auf solide Unternehmen, die nachhaltiges Wachstum ausweisen und über eine Preisbildungsmacht verfügen. Der Comgest Growth Europe ist ein vor diesem Hintergrund exzellent geeignetes Anlagevehikel.

| <b>Top 10 Holdings (Datum: 30.09.2013) %</b> |       |
|--|-------|
| Inditex, SA                                  | 6,5   |
| SAP AG                                       | 5,6   |
| L'Oreal SA                                   | 4,9   |
| Capita plc                                   | 4,6   |
| Linde AG                                     | 4,5   |
| Experian plc                                 | 4,1   |
| Essilor International SA                     | 3,9   |
| Roche Holding Ltd Genusssch.                 | 3,7   |
| Iliad SA                                     | 3,5   |
| Intertek Group plc                           | 3,2   |
| Anteil Top 10 insgesamt                      | 44,63 |
| Anzahl der Positionen insgesamt              | 36    |

| <b>Marktrisiko (Datum: 30.09.2013)</b> | <b>Fonds (%)</b> | <b>Benchmark (%)</b> | <b>Differenz</b> |
|--|------------------|----------------------|------------------|
| Frankreich                             | 23,2             | 15,0                 | +8,2             |
| Großbritannien                         | 14,5             | 33,2                 | -18,7            |
| Schweiz                                | 14,4             | 13,9                 | +0,5             |
| Deutschland                            | 13,6             | 13,3                 | +0,3             |
| Spanien                                | 8,4              | 4,9                  | +3,5             |
| Dänemark                               | 6,8              | 1,8                  | +5,0             |
| Niederlande                            | 5,1              | 4,0                  | +1,1             |
| Schweden                               | 4,0              | 5,0                  | -1,0             |
| Cash                                   | 2,9              | 0,0                  | +2,9             |
| Sonstige                               | 2,7              | 0,0                  | +2,7             |
| Italien                                | 2,4              | 3,2                  | -0,8             |
| Portugal                               | 2,0              | 0,3                  | +1,7             |

| <b>Sektor (Datum: 30.09.2013)</b> | <b>Fonds (%)</b> | <b>Benchmark (%)</b> | <b>Differenz</b> |
|-----------------------------------|------------------|----------------------|------------------|
| Gesundheit                        | 19,1             | 12,4                 | +6,7             |
| Industrie                         | 18,2             | 11,7                 | +6,5             |
| Zyklische Konsumgüter             | 18,0             | 9,8                  | +8,2             |
| Informationstechnologie           | 16,8             | 3,3                  | +13,5            |
| Nichtzyklische Konsumgüter        | 14,3             | 13,9                 | +0,4             |
| Rohstoffe                         | 4,5              | 8,0                  | +3,5             |
| Telekommunikation                 | 3,5              | 5,9                  | -2,4             |
| Cash                              | 2,9              | 0,0                  | +2,9             |
| Sonstige                          | 2,7              | 0,0                  | +2,7             |

## Comgest Growth Europe Acc (in €)

### Ergebnis

Der Fonds Comgest Growth Europe Acc (in €) 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).

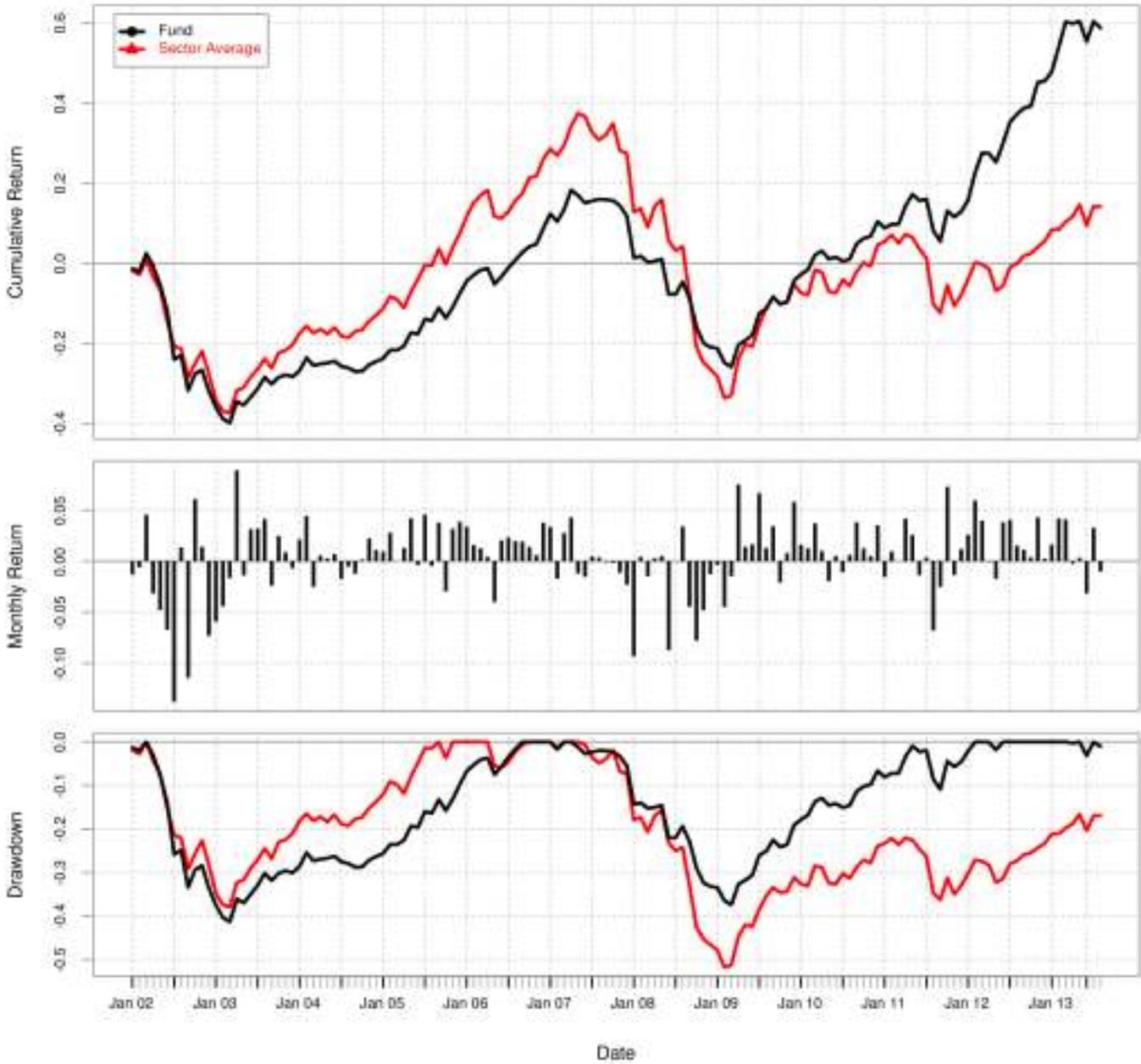
Das Quant Rating wird rein auf Grundlage der Performance Historie gegenüber der Peergroup bestimmt. Neben monatlichen, vierteljährlichen und jährlichen Renditen finden ebenfalls die Outperformance Wahrscheinlichkeit gegenüber dem Sektordurchschnitt, risikoadjustierte Performancemaße sowie diverse Risikomaße/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

## Comgest Growth Europe Acc (in €)

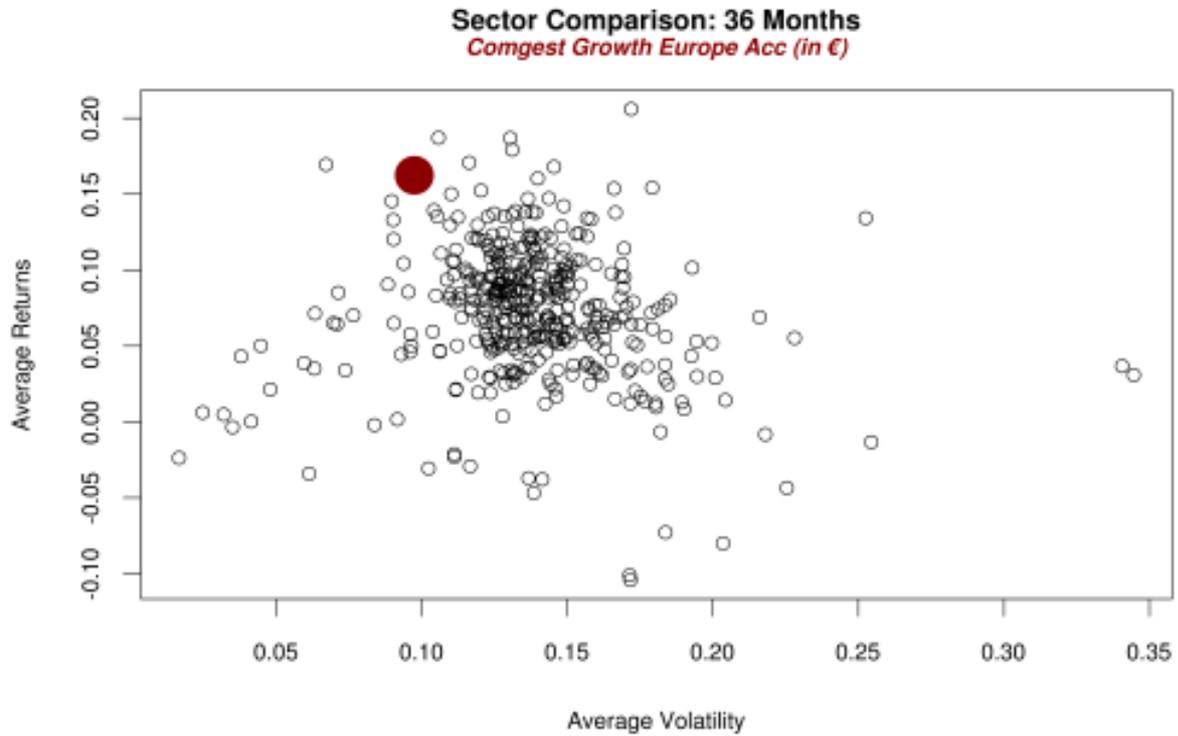
|                    |  |
|--------------------|--|
| Launch.Date        | 2000-05-15   |
| Fund.Size.m.       | 790.1  |
| Fund.Size.Date     | 2013-05-31   |
| Initial.Charge     | 4  |
| Annual.Charge      | 1.5  |
| Yield              | NA   |
| Sector             | GM Equity - Europe   |
| Fund.Type          | Offshore FSA   |
| Asset.Class        | Equity   |
| TER                |  |
| Fund.Benchmark     | MSCI Europe  |
| Fund.Manager       | Laurent Dobler, Arnaud Cosserat, Franz Weis  |
| Fund.Manager.Since | 2006-01-01   |
| Start.of.data      | 2000-05-15   |
| diamonds.3Y        |    |
| diamonds.5Y        |  |

|                       | 2008          | 2009         | 2010         | 2011          | 2012         | 2013        |
|-----------------------|---------------|--------------|--------------|---------------|--------------|-------------|
| Jan                   | -9.30         | -0.38        | 1.58         | -1.55         | 2.59         | 1.60        |
| Feb                   | 0.40          | -4.49        | 1.25         | 0.93          | 5.93         | 4.17        |
| Mar                   | -1.49         | -1.48        | 3.69         | 0.00          | 3.95         | 4.07        |
| Apr                   | 0.30          | 7.49         | 0.99         | 4.14          | -0.08        | -0.25       |
| May                   | 0.50          | 1.39         | -1.96        | 2.56          | -1.74        | 0.32        |
| Jun                   | -8.69         | 1.63         | 0.50         | -1.38         | 3.79         | -3.15       |
| Jul                   | 0.00          | 6.64         | -1.09        | 0.35          | 4.04         | 3.25        |
| Aug                   | 3.39          | 1.27         | 0.60         | -6.79         | 1.49         | -1.01       |
| Sep                   | -4.44         | 3.42         | 3.80         | -2.52         | 1.10         |             |
| Oct                   | -7.75         | -2.09        | 1.25         | 7.28          | 0.36         |             |
| Nov                   | -4.80         | 0.79         | 0.48         | -1.34         | 4.28         |             |
| Dec                   | -1.26         | 5.80         | 3.50         | 1.18          | 0.21         |             |
| <b>Fund</b>           | <b>-29.26</b> | <b>21.07</b> | <b>15.41</b> | <b>2.20</b>   | <b>28.88</b> | <b>9.10</b> |
| <b>Sector Average</b> | <b>-42.26</b> | <b>28.78</b> | <b>10.42</b> | <b>-11.94</b> | <b>14.58</b> | <b>8.19</b> |

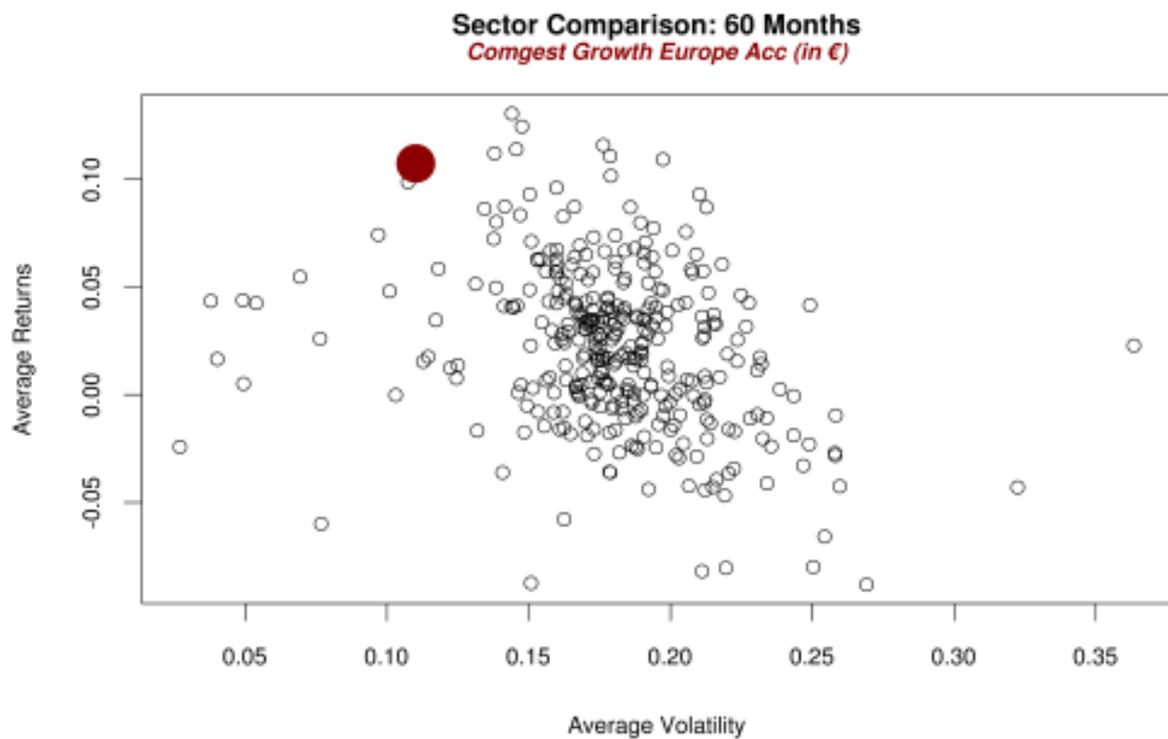
### Fund Performance



Performance Plot

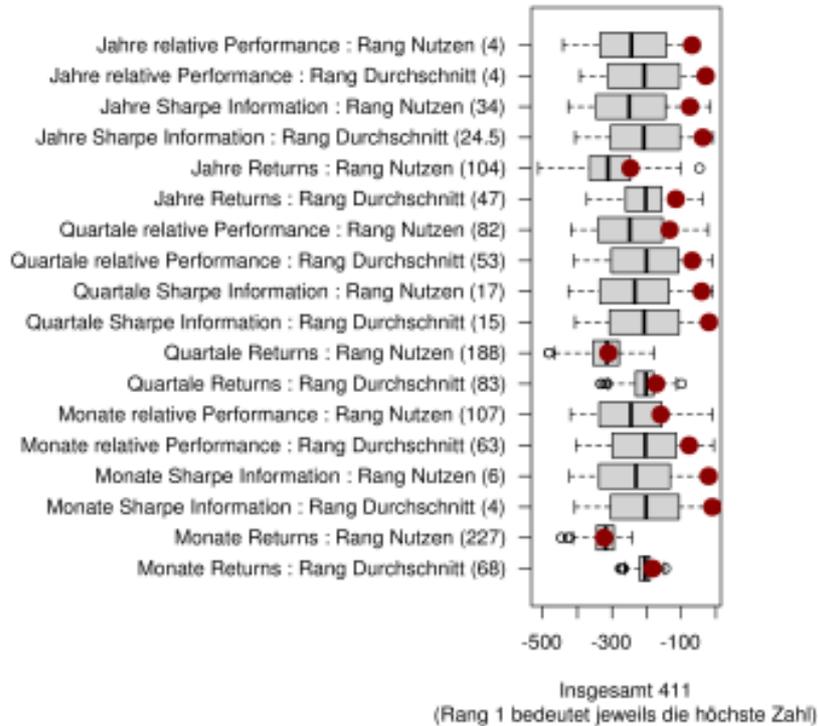


36 Monate Return-Risiko Sektorvergleich



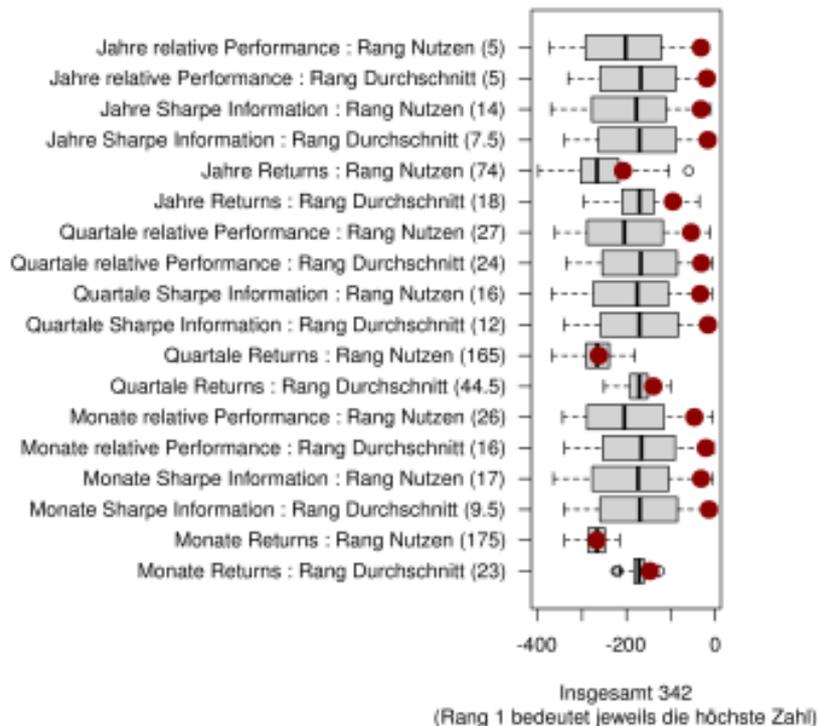
60 Monate Return-Risiko Sektorvergleich

**Comgest Growth Europe Acc (in €)**  
**Sektor Rang: 49 ; 3 Jahre**  
**( Stand : 2013-08-31 )**



36 Monate Rating Drilldown

**Comgest Growth Europe Acc (in €)**  
**Sektor Rang: 26 ; 5 Jahre**  
**( Stand : 2013-08-31 )**



60 Monate Rating Drilldown

## Deka EuropaSelect CF



Ansprechpartner institutionelles Geschäft



Fondsmanager



| <b>Firma</b>                                | <b>DekaBank</b>            |
|---|----------------------------|
| 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   | 096 - 7147 3894            |
| E-Mail                                      | stefan.bauer2@deka.de      |
| Fondsmanager                                | Henrik Lier                |
| Telefon                                     |                            |
| Fax   |                            |
| E-Mail                                      |                            |
| Web-Site                                    | www.deka-institutionell.de |

## Der Fondsmanager und sein Fonds

### Der Fondsmanager

Das Management von Deka-EuropaSelect erfolgt im Bereich Aktien Europa unter der Leitung von Thomas Ralf Meier. Zwei Spezialistenteams widmen sich Analyse und Portfoliomanagement der Segmente Large Caps sowie Small und Mid Caps. Die Teammitglieder arbeiten in einer Doppelrolle als Portfoliomanager und Analyst.

Seit 2005 ist Henrik Lier Fondsmanager bei der Deka Investment und seit 2008 ist er Fondsmanager des Fonds Deka-EuropaSelect. Er verantwortet neben Publikumsfonds auch Spezialfonds und legt seinen Analysefokus insbesondere auf Small und Mid Cap Unternehmen aus Benelux, UK und Irland. Zuvor war Herr Lier sechs Jahre als Analyst für den Autosektor und Erneuerbare Energien bei der WestLB, Düsseldorf tätig. Er studierte Wirtschaftswissenschaft an der Universität Würzburg und der University of New York. Er ist Certified EFFAS Financial Analyst.

### Die Philosophie

Dem Anlagekonzept liegt eine traditionelle, fundamentale Anlagephilosophie zugrunde. Verfolgt wird ein Growth-Ansatz mit dem Ziel eine risikoadjustierte Outperformance zu generieren, indem Unternehmen mit dynamischen und soliden Geschäftsmodellen identifiziert werden. Die Benchmark MSCI Europe Growth Net Index (EUR) stellt den Vergleichsmaßstab für die Investments in europäischen Aktien dar. Das Augenmerk liegt auf aussichtsreichen Aktien von Unternehmen Europas, die eine führende Wettbewerbsposition, eine hohe Managementqualität und ein langfristiges und dynamisches Gewinnwachstum aufweisen. Mit Hilfe von Screenings, diszipliniertem Research und engen Unternehmenskontakten werden Einzeltitel selektiert, die das Potential haben, mittelfristig eine Überrendite zu erzielen.

### Der Investmentprozess

Die Investmententscheidungen basieren auf einem aktiven, fundamentalen Prozess. Das Fondsmanagement kombiniert die besten Titel des Large Cap-Segments unter Beimischung von Mid-

und Small Cap-Werten und bündelt im Rahmen einer strengen Einzeltitelauswahl europäische Wachstumsaktien zu einem attraktiven Portfolio von ca. 150-300 Titeln.

Eine Bottom-up-Titelselektion stellt den Schlüsselfaktor für die Bewertung der Einzeltitel dar. Das Portfoliomanagement greift auf das hauseigene Research zurück, welches anhand klar definierter Kriterien quantitative und qualitative Eigenschaften von Titeln aus dem Anlageuniversum bewertet. Durch eine genaue Analyse der Unternehmen werden im Rahmen einer relativen Betrachtung die attraktivsten Werte aus dem Universum definiert. Im Anschluss erfolgt die Fundamentalanalyse von Potenzialwerten, um aussichtsreiche Werte zu identifizieren. In diesem Rahmen findet ein intensiver Austausch mit den Sektoranalysten der Aktienplattform statt, um Trends auf Länder- und Sektorebene besser einordnen zu können. Eine spezielle Länder- oder Sektorallokation erfolgt dabei aber nicht. Das Fondsmanagement hat jährlich über 1500 direkte Unternehmenskontakte als primäre Researchquelle. Als Ergebnis werden die zentralen Faktoren des Investment Case formuliert.

In den wöchentlichen CIO-Meetings werden assetklassenübergreifende Einschätzungen und Empfehlungen zu Risiko und Märkten aus Makro-/Top-Down-Sicht erarbeitet und als Orientierung an das Portfoliomanagement gegeben. Unter Beachtung von Risikodiversifikation, Maximalgewichtung, Liquiditätsmanagement und dem Monitoring von Klumpenrisiken werden die besten Titel dieses Selektionsprozesses zusammengestellt. Die Umsätze werden durch ausgewiesene Händler in der jeweiligen Assetklasse gemäß dem Prinzip 'best execution' ausgeführt. Ein regelmäßiges Rebalancing und die Einhaltung einer strikten Verkaufsdisziplin reduziert die Wahrscheinlichkeit, dass relativ schwächere Positionen längerfristig negative Auswirkungen auf die Wertentwicklung des Portfolios haben.

Das Risikomanagement ist integraler Bestandteil des Investmentprozesses. Ziel ist es, im Portfolio eine Volatilität unter der durchschnittlichen Schwankungsbreite der europäischen Hauptindizes in den vergangenen drei Jahren zu halten. Eine Diversifikation auf durchschnittlich 200 Einzelinvestments im Fonds gewährleistet eine breite Risikostreuung. Die Über- / Untergewichtung eines Titels gegenüber der Benchmark ist auf 3% systematisch begrenzt. Derivate können sowohl zur Renditesteigerung wie auch zu Absicherungszwecken eingesetzt werden. Fremdwährungsrisiken werden nicht abgesichert.

## Das besondere Know-how

### Die Vorteile auf einen Blick:

- Eine klar definierte Kombination aus Bottom-up-Titelselektion und Top-down-Portfoliokonstruktion führt zu erfolgreicher Umsetzung und laufender konsequenter Überwachung des Investment Case
- Unser Research- und Portfoliomanagementprozess hat sich in den zurückliegenden Jahren hinsichtlich der Ermittlung von Aktien mit großem Wachstumspotenzial und überdurchschnittlicher Wertentwicklung als sehr effizient erwiesen.
- Das hohe von uns verwaltete Fondsvolumen und unsere Marktreputation ermöglichen uns den Zugang zu leitenden Personen des Finanzmanagements und der Geschäftsleitung (CFOs, CEOs) der Unternehmen in unserem Anlageuniversum.
- Zugriff auf umfangreiche Research-Ressourcen innerhalb der DekaBank bieten zusätzliche Unterstützung (z.B. umfassendes und detailliertes globales Sektoren-Research, makroökonomisches Research sowie Sektoren- und Länderstrategien).
- Erfahrene Händler unseres zentralen Orderdesks setzen die Orders um. Die Portfoliomanager können sich ausschließlich auf das Research und die Portfoliokonstruktion konzentrieren.

## Investmentchancen im Segment

Das Thema *Investieren in Europa* war in den vergangenen Jahren verbunden mit den Themen Schuldenkrise und Euro-Exit, Griechenland und Italien, Bankenpleiten und Reformunwillen. In Vergessenheit geraten ist dabei die Tatsache, dass Europa führend in einer Vielzahl von globalen Wachstumssektoren ist. Beispiele sind die Luxusgüterindustrie, das Premiumsegment der Automobilindustrie oder der Industriesektor. In unabhängigen Studien (World Economic Forum) kommen 7 der 10 wettbewerbsfähigsten Länder der Welt aus Europa, darunter Schweiz, Schweden, Dänemark, Finnland und Deutschland oder UK. Das heißt: Europa hat seine Probleme, aber Europa ist auch stark. Die Deka bietet dazu das passende Produkt: Der-EuropaSelect investiert in die Stärken von Europa und lässt die Schwächen außen vor. Starke Gewichtungen werden in Sektoren gehalten, in denen Europa führend ist. Diese Cluster of Excellence bestehen neben den oben genannten Sektoren v.a. auch in defensiven Wachstumssektoren wie z.B. die Nahrungs- und Getränkeindustrie. Strukturell unter Druck stehenden Sektoren wie Telekommunikation oder Versorger machen einen vergleichsweise niedrigen Anteil aus, das gleiche gilt für die südeuropäischen Länder wie Griechenland, Portugal, Italien oder Spanien.

| <b>Top 10 Holdings (Datum: 31.10.2013)</b> | <b>%</b> |
|--|----------|
| Nestlé S.A. Namens-Aktien                  | 5,18     |
| Roche Holding AG Inhaber-Genußscheine      | 3,59     |
| Novartis AG Namens-Aktien                  | 2,52     |
| GlaxoSmithKline PLC Reg.Shares             | 2,51     |
| Diageo PLC Reg.Shares                      | 1,84     |
| Bayer AG Namens-Aktien                     | 1,83     |
| Lloyds Banking Group PLC Reg.Shares        | 1,79     |
| BG Group PLC Reg.Shares                    | 1,69     |
| SAP AG Inhaber-Aktien                      | 1,67     |
| Novo-Nordisk AS Navne-Aktier B             | 1,64     |
| Anteil Top 10 insgesamt                    | 24,26    |
| Anzahl der Positionen insgesamt            | 248      |

| <b>Marktrisiko (Datum: 31.10.2013)</b> | <b>Fonds (%)</b> | <b>Benchmark (%)</b> | <b>Differenz</b> |
|--|------------------|----------------------|------------------|
| UK                                     | 29,0             |                      |                  |
| Schweiz                                | 15,5             |                      |                  |
| Deutschland                            | 9,7              |                      |                  |
| Frankreich                             | 9,0              |                      |                  |
| Niederlande                            | 5,9              |                      |                  |
| Schweden                               | 4,0              |                      |                  |
| Dänemark                               | 2,8              |                      |                  |
| Belgien                                | 2,1              |                      |                  |
| Spanien                                | 1,8              |                      |                  |
| Italien                                | 1,6              |                      |                  |
| Sonstiges                              | 18,6             |                      |                  |
| Insgesamt                              | 100              |                      |                  |

| <b>Sektor (Datum: 31.10.2013)</b>       | <b>Fonds (%)</b> | <b>Benchmark (%)</b> | <b>Differenz</b> |
|---|------------------|----------------------|------------------|
| Lebensmittel, Getränke & Tabak          | 15,13            | 17,22                | -2,09            |
| Pharmazeutika & Biotechnologie          | 15,00            | 17,07                | -2,07            |
| branchenübergreifend                    | 9,78             |                      | 9,78             |
| Investitionsgüter                       | 8,47             | 9,65                 | -1,17            |
| Finanzen                                | 5,19             | 5,90                 | -0,72            |
| Roh-, Hilfs- u. Betriebsstoffe          | 4,59             | 5,23                 | -0,64            |
| Gebrauchsgüter & Bekleidung             | 4,26             | 4,85                 | -0,59            |
| Medien                                  | 4,04             | 4,60                 | -0,56            |
| Diversifizierte Finanzdienste           | 3,13             | 3,56                 | -0,43            |
| Energie                                 | 3,04             | 3,46                 | -0,42            |
| Gewerbliche Dienste & Betriebsstoffe    | 2,83             | 3,23                 | -0,39            |
| Software & Dienste                      | 2,72             | 3,10                 | -0,38            |
| Dienstleistungsunternehmen              | 2,54             | 2,89                 | -0,35            |
| Gross- und Einzelhandel                 | 2,51             | 2,86                 | -0,35            |
| Automobile & Komponenten                | 2,48             | 2,82                 | -0,34            |
| Versicherungen                          | 2,30             | 2,62                 | -0,32            |
| Telekommunikationsdienste               | 2,13             | 2,43                 | -0,29            |
| Gesundheitsw.: Ausstattung & Dienste    | 2,10             | 2,39                 | -0,29            |
| Haushaltsartikel & Pflegeprodukte       | 1,65             | 1,88                 | -0,23            |
| Halbleiter & Geräte zur Halbleiterprod. | 1,24             | 1,41                 | -0,17            |
| Transportwesen                          | 1,02             | 1,17                 | -0,14            |
| Hardware & Ausrüstung                   | 0,84             | 0,96                 | -0,12            |
| Versorgungsbetriebe                     | 0,25             | 0,29                 | -0,03            |
| Lebensmittel u. Basisartikeleinzeldl.   | 0,25             | 0,28                 | -0,03            |
| Immobilien                              | 0,13             | 0,15                 | -0,02            |

| <b>Währungsengagement (Datum: 31.10.2013) %</b> | <b>%</b> |
|---|----------|
| Euro  | 41,68    |
| Pfund Sterling                                  | 30,69    |
| Schweizer Franken                               | 19,19    |
| Schwedische Krone                               | 4,84     |
| Dänische Krone                                  | 2,95     |
| Norwegische Krone                               | 0,81     |
| USD   | 0,31     |
| Sonstige  | 0,0      |
| Gesamt  | 100      |

## Deka EuropaSelect CF (in €)

### Ergebnis

Der Fonds Deka EuropaSelect CF (in €) erzielte im TELOS-Quant Rating über 3 Jahre eine Wertung von 5 Diamanten. Weiterhin erzielte der Fonds über 5 Jahre eine Wertung von 4 Diamanten.



### Erläuterung zum Rating

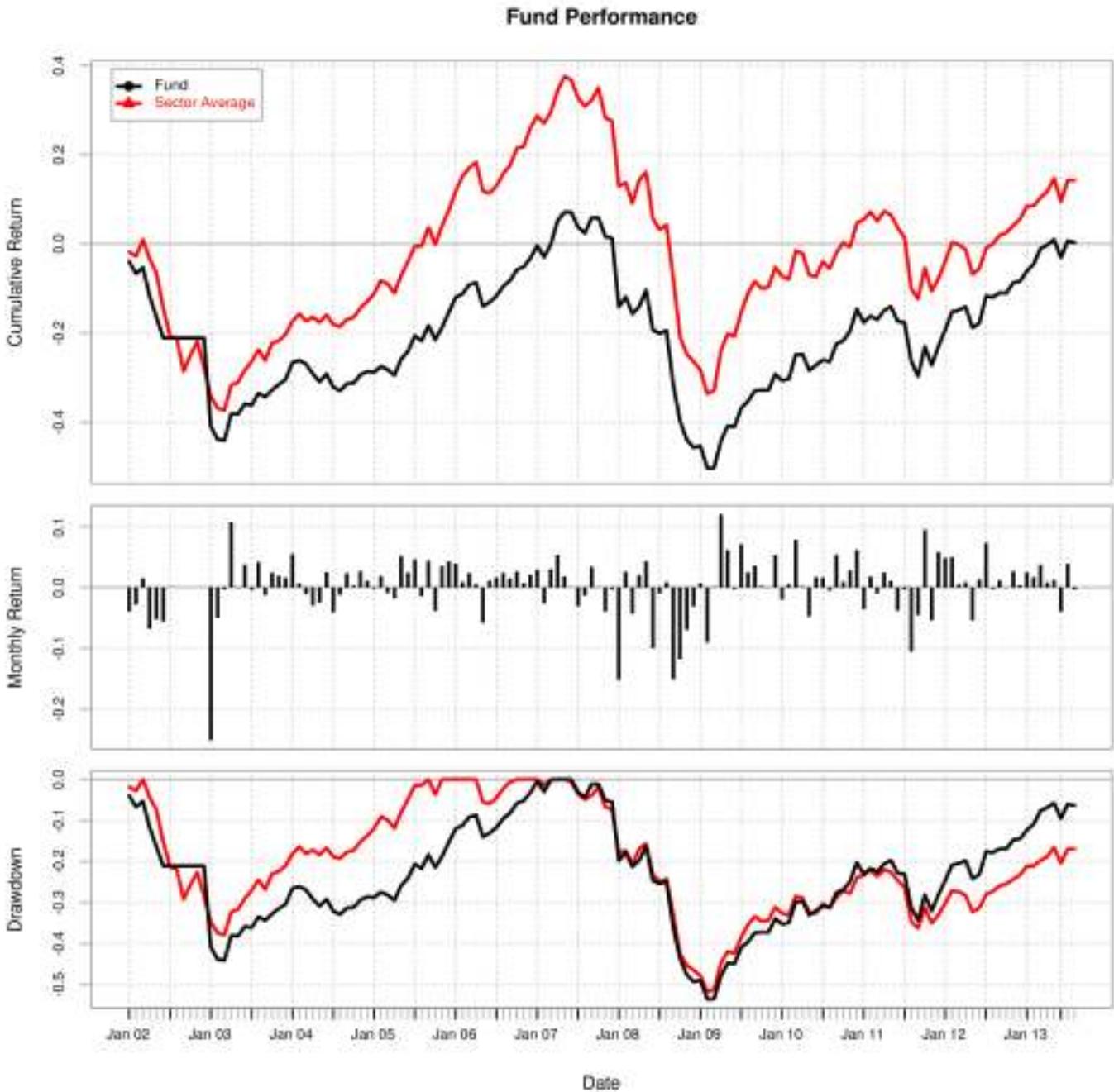
Die Bewertungsskala beim Telos Quant Rating reicht von 5 Diamanten (beste) bis 1 Diamanten (schlechteste). Dabei entsprechen 5 Sterne dem Quantil 80-100 (besten 20%), 4 Sterne dem Quantil 60-80, 3 Sterne dem Quantil 40-60 (Mitte), 2 Sterne dem Quantil 20-40, und 1 Stern dem Quantil 0-20 (schlechteste).

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.

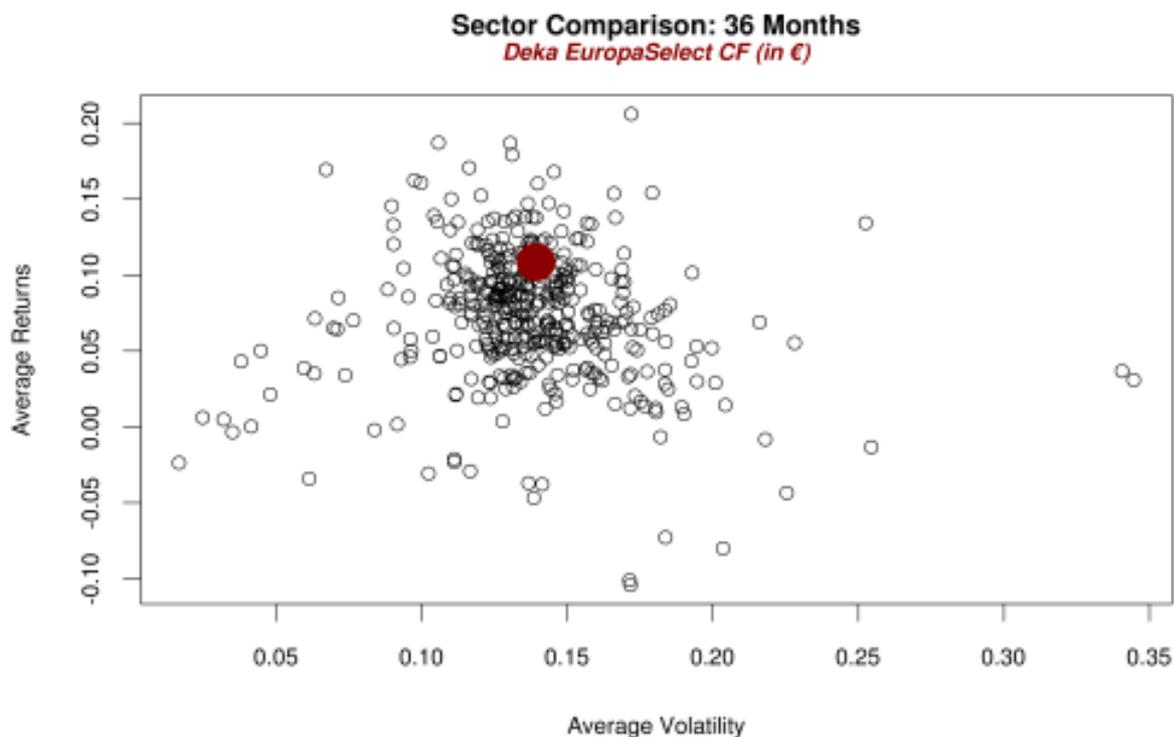
**Deka EuropaSelect CF (in €)**

|                    |  |
|--------------------|--|
| Launch.Date        | 1998-03-31   |
| Fund.Size.m.       | 362  |
| Fund.Size.Date     | 2013-07-31   |
| Initial.Charge     | 3.75   |
| Annual.Charge      | 1.25   |
| Yield              | NA   |
| Sector             | GM Equity - Europe   |
| Fund.Type          | German Domestic  |
| Asset.Class        | Equity   |
| TER                |  |
| Fund.Benchmark     | MSCI Europe Growth   |
| Fund.Manager       |  |
| Fund.Manager.Since |  |
| Start.of.data      | 1998-03-31   |
| diamonds.3Y        |    |
| diamonds.5Y        |  |

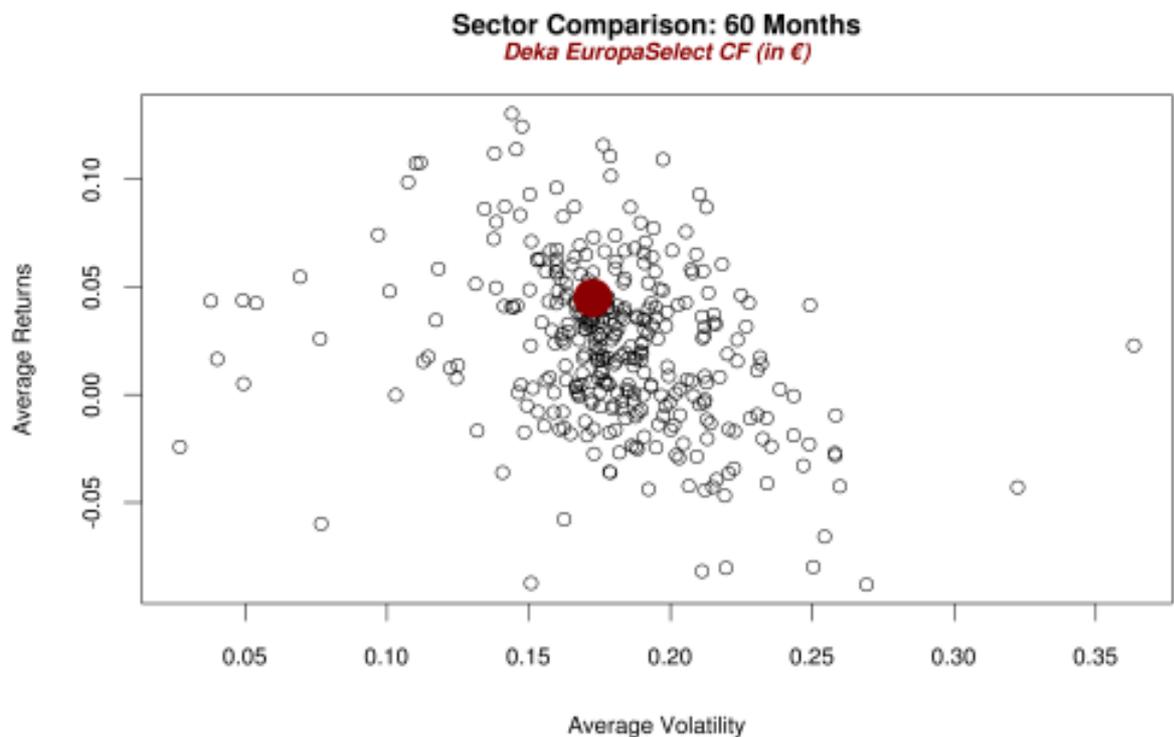
|                       | <b>2008</b> | <b>2009</b> | <b>2010</b> | <b>2011</b> | <b>2012</b> | <b>2013</b> |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Jan</b>            | -15.17      | 0.70        | -2.01       | -3.57       | 4.82        | 2.45        |
| <b>Feb</b>            | 2.59        | -9.06       | 0.48        | 1.78        | 4.98        | 1.66        |
| <b>Mar</b>            | -4.34       | 0.09        | 7.82        | -0.98       | 0.50        | 3.68        |
| <b>Apr</b>            | 2.00        | 12.01       | 0.15        | 2.46        | 0.84        | 0.79        |
| <b>May</b>            | 4.27        | 6.14        | -4.79       | 1.07        | -5.46       | 1.23        |
| <b>Jun</b>            | -10.00      | -0.30       | 1.68        | -3.83       | 1.29        | -3.97       |
| <b>Jul</b>            | -0.99       | 7.08        | 1.59        | -0.35       | 7.33        | 3.85        |
| <b>Aug</b>            | 0.83        | 2.46        | -0.51       | -10.55      | -0.30       | -0.38       |
| <b>Sep</b>            | -15.10      | 3.57        | 5.38        | -4.59       | 1.14        |             |
| <b>Oct</b>            | -11.80      | 0.23        | 0.89        | 9.46        | -0.07       |             |
| <b>Nov</b>            | -7.00       | -0.07       | 2.78        | -5.40       | 2.65        |             |
| <b>Dec</b>            | -3.13       | 5.33        | 6.16        | 5.80        | 0.34        |             |
| <b>Fund</b>           | -46.33      | 30.24       | 20.68       | -9.82       | 18.96       | 9.46        |
| <b>Sector Average</b> | -42.26      | 28.78       | 10.42       | -11.94      | 14.58       | 8.19        |



Performance Plot

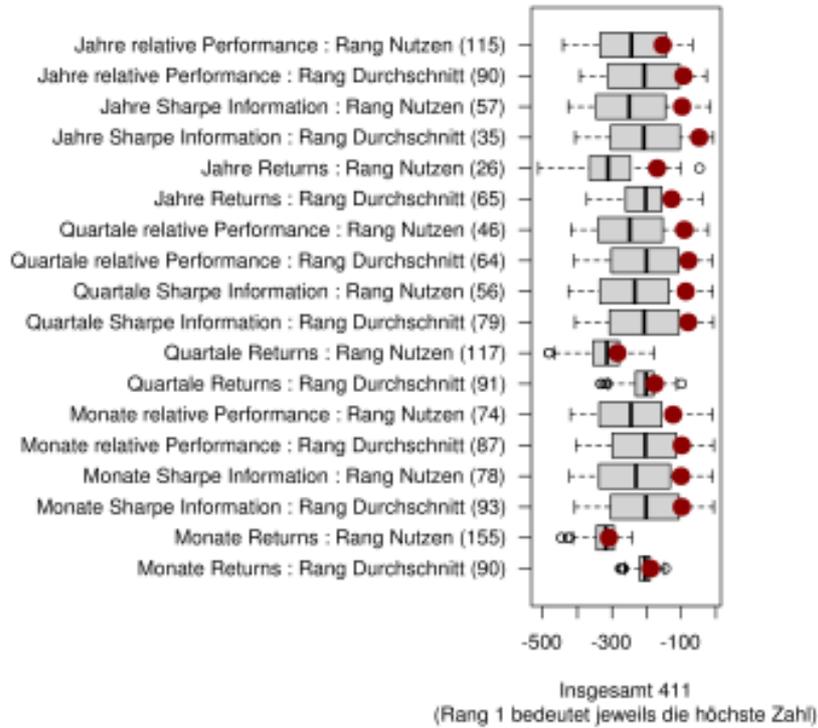


36 Monate Return-Risiko Sektorvergleich



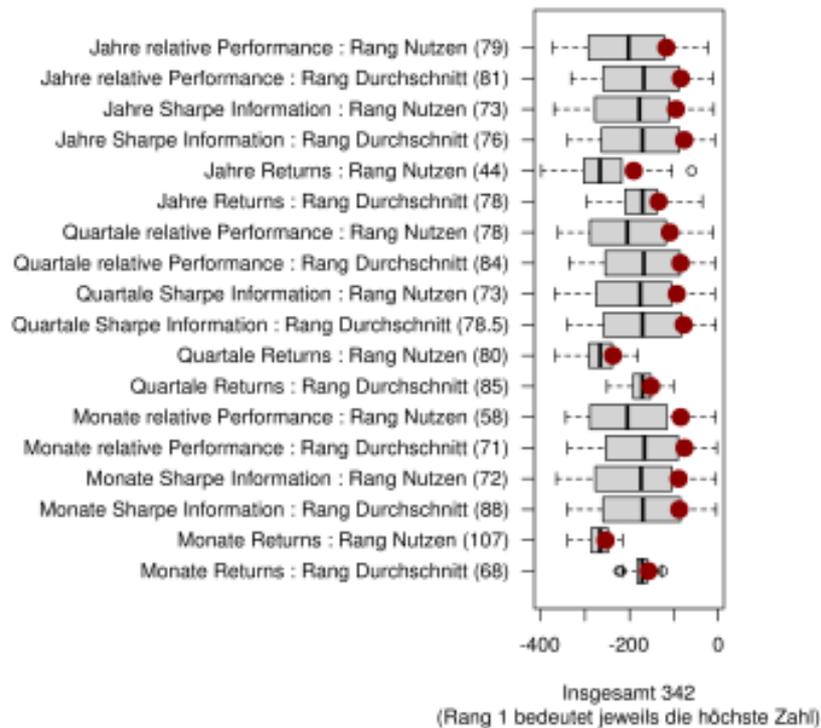
60 Monate Return-Risiko Sektorvergleich

**Deka EuropaSelect CF (in €)**  
**Sektor Rang: 67 ; 3 Jahre**  
**( Stand : 2013-08-31 )**



36 Monate Rating Drilldown

**Deka EuropaSelect CF (in €)**  
**Sektor Rang: 70 ; 5 Jahre**  
**( Stand : 2013-08-31 )**



60 Monate Rating Drilldown

# DNCA Invest Value Europe

# DNCA

FINANCE

## Ansprechpartner Retail



## Ansprechpartner institutionelles Geschäft



## Fondsmanager



| Firma                                       | DNCA Finance                |
|---|-----------------------------|
| Strasse, Nr.                                | Ludwigstr. 8                |
| PLZ   | 80539                       |
| Ort   | München                     |
| Ansprechpartner - Retail                    | Guido Raddatz               |
| Telefon                                     | 089 3090 40240              |
| Fax   |                             |
| E-Mail                                      | graddatz@dncafinance.com    |
| Ansprechpartner - institutionelles Geschäft | Jan Schünemann              |
| Telefon                                     | 089 2060 21 133             |
| Fax   |                             |
| E-Mail                                      | jschunemann@dncafinance.com |
| Fondsmanager                                | Isaac Chebar                |
| Telefon                                     | 00331 5862 5500             |
| Fax   |                             |
| E-Mail                                      | jschunemann@dncafinance.com |
| Web-Site                                    | www.dncafinance.de          |

## Der Fondsmanager und sein Fonds

Isaac Chebar verwaltet seit 20 Jahren europäische Aktienfonds, seit 14 Jahren betreibt er "value investing", er zeichnet seit 2007 verantwortlich für den Fonds DNCA Value Europe. Es handelt sich bei dem Fondsmanagement um einen 'team' Ansatz u.a. mit dem CIO Jean Charles Meriaux, der mehr als 30 Jahre Erfahrung im "value-investing" hat, und 2 weiteren Fondsmanagern. DNCA Finance ist ein langfristiger "value" Investor und auch in den Jahren 2009-2011 als "value" Themen an den Börsen in Europa nicht funktionierten hat DNCA seinen Stil beibehalten. Es gibt bei DNCA keine Trennung zwischen Analyse und Fondsmanagement. Das Team trifft im Jahr ca. 400 Unternehmen und es wird nur in solche Aktien von Unternehmen investiert deren Management getroffen wurde. Es handelt sich um einen 'bottom-up' Ansatz mit dem Ziel einer besseren Performance als des Indexes bei niedriger Volatilität. Isaac Chebar investiert in aus seiner Sicht fundamental unterbewertete Aktien ein "market timing" findet nicht statt, er limitiert das "downside" Risiko und bleibt seiner Position treu auch bei Korrekturen im Markt.

## Das besondere Know-how

Isaac Chebar, Fondsmanager von DNCA Invest Value Europe, ist seit 2007 im Team von CIO Jean Charles Mériaux bei DNCA Finance. Bereits seit dem Jahr 2000 hat er Fonds mit Value-Ansatz verwaltet, unter anderem bei Société Generale AM (jetzt Amundi), Tocqueville Finance und Aviva. DNCA Finance verwaltet derzeit insgesamt 1,6 Milliarden Euro in Aktienfonds mit Value-Ansatz, der federführend von Jean Charles Mériaux entwickelt wurde. Die hauseigene Investmentphilosophie und der Value-Ansatz werden konsistent umgesetzt:

- unterbewertete Aktien im Fokus
- Verluste minimieren
- Volatilität begrenzen

Auch in den Jahren 2009 bis 2011 ist das Team von DNCA Finance seinem Ansatz treu geblieben, obwohl andere Investmentansätze in dieser Zeit besser funktionierten. Die Verantwortung für die Performance liegt beim Fondsmanager, ein „Benchmarking“ findet nicht statt.

Aus der Sicht von DNCA Finance zeichnen sich Value-Aktien durch folgende Kriterien aus:

- vom Markt unterschätzte nachhaltige Ergebniskapazität
- ein intrinsischer Wert der Aktie liegt 40% über dem Markt
- ein limitiertes Downside-Risiko um 20%
- niedrige Bewertungen speziell bei KGV, EV/EBITDA und P/CF

Die Fondsgesellschaft DNCA Finance ist in Paris zu Hause. Ausgangspunkt für Investitionen in Europa ist der französische Aktienmarkt. Investiert wird mit einem strikten Bottom up-Ansatz. Ziel ist es, unterbewertete Titel am europäischen Aktienmarkt zu identifizieren. Es gibt eine strukturelle Übergewichtung französischer Aktien: das hat weniger mit einem Home-bias zu tun als mit einer höheren Dividendenrendite und der Bewertung. Wir verfolgen eine strikte Definition von Value-Investing.

### Investmentchancen im Segment

Beim DNCA Invest Value Europe wird vorsichtig und konsequent investiert. Unser Ansatz führt kontinuierlich zu guten Ergebnissen, die Volatilität des Portfolios ist niedriger als die des Markts. Unterbewertete Aktien stehen im Fokus, ein „Market timing“ findet nicht statt. Für den Fondsmanager ist es wichtiger, Preiskorrekturen zu vermeiden als Aufwärtsbewegungen der Einzeltitel mitzunehmen. Infolge einer eingehenden Analyse strebt das Fondsmanagement fundamentale Investitionen an. Positionen, für die wir uns entschieden haben, werden daher auch in Zeiten mit Preiskorrekturen gehalten.

Die Analyse läuft wie folgt ab: In einem ersten Schritt werden alle europäischen Aktien quantitativ auf ihre Marktliquidität analysiert, um ein Basisuniversum von 3.000 ausgewählten Aktien zu bilden. Mit Hilfe von Kriterien wie Cash-flow, Ergebniswachstum und Dividendenrendite kommen 300 europäische Aktien in die nähere Auswahl. Bei dieser ersten Auswahl wird für diese Aktien ein intrinsischer Wert bestimmt, der das Kurspotential aus DNCA-Sicht festlegt. Gleichzeitig wird das maximale Risiko für eine Preiskorrektur dieser Aktien nach unten festgelegt. Von entscheidender Bedeutung für ein Investment ist zudem ein persönliches Treffen mit dem Unternehmensmanagement – bei DNCA Finance gibt es jährlich etwa 400 Treffen mit Unternehmen. Bei dieser Gelegenheit wird das Management en detail zum „Track record“ des Managements, der mittelfristigen Unternehmensstrategie und ihrem Einfluss auf die Ergebnissituation befragt. Bevor wir in eine spezifische Aktie investieren, werden auch Sektor und Umfeld unter dem Aspekt externer Einflüsse analysiert. Daraus ergibt sich eine reduzierte Liste von circa 40 Aktien, die potentiell in das Portfolio aufgenommen werden können. In einem letzten Schritt wird die Gewichtung einer jeden Aktie limitiert.

| <b>Top 10 Holdings (Datum: 31.10.2013) %</b> |      |
|--|------|
| Total  | 3.6  |
| GlaxoSmithKline                              | 3.5  |
| Aryzta                                       | 2.9  |
| Deutsche Telekom                             | 2.8  |
| Ericsson                                     | 2.7  |
| Deutsche Börse                               | 2.7  |
| Boskalis                                     | 2.6  |
| Societe Generale                             | 2.6  |
| Orange                                       | 2.6  |
| KBC  | 2.6  |
| Anteil Top 10 insgesamt                      | 28.6 |
| Anzahl der Positionen insgesamt              | 30   |

| <b>Marktrisiko (Datum: 31.10.2013) Fonds (%) Benchmark (%) Differenz</b> |    |  |  |
|--|----|--|--|
| Frankreich   | 24 |  |  |
| Deutschland  | 18 |  |  |
| Grossbritannien  | 14 |  |  |
| Italien  | 12 |  |  |
| Niederlande  | 9  |  |  |
| Schweiz  | 6  |  |  |
| Rest Europa  | 17 |  |  |
| Sonstiges  |    |  |  |
| Insgesamt  |    |  |  |

| <b>Sektor (Datum: 31.10.2013) Fonds (%) Benchmark (%) Differenz</b> |      |  |  |
|---|------|--|--|
| Information Technology  | 9.4  |  |  |
| Consumer Discretionary  | 13.8 |  |  |
| Materials   | 9.5  |  |  |
| Telecom   | 11.2 |  |  |
| Consumer Staples  | 8    |  |  |
| Energy  | 8.3  |  |  |
| Financials  | 14.5 |  |  |
| Health Care   | 9.2  |  |  |
| Industrials   | 16.1 |  |  |

## DNCA Invest Value Europe (in €)

### Ergebnis

Der Fonds DNCA Invest Value Europe (in €) 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).

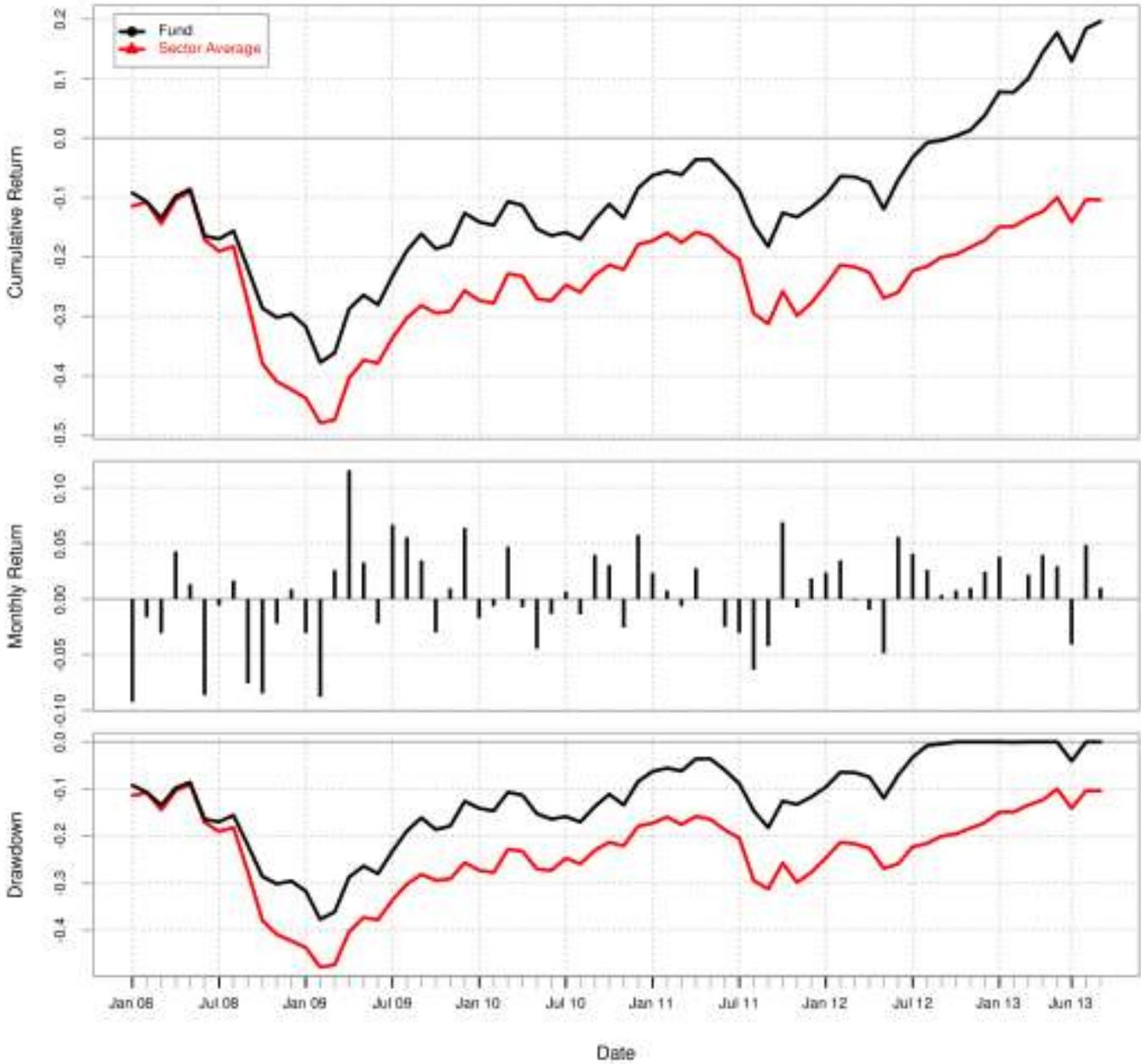
Das Quant Rating wird rein auf Grundlage der Performance Historie gegenüber der Peergroup bestimmt. Neben monatlichen, vierteljährlichen und jährlichen Renditen finden ebenfalls die Outperformance Wahrscheinlichkeit gegenüber dem Sektordurchschnitt, risikoadjustierte Performancemaße sowie diverse Risikomaße/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

## DNCA Invest Value Europe (in €)

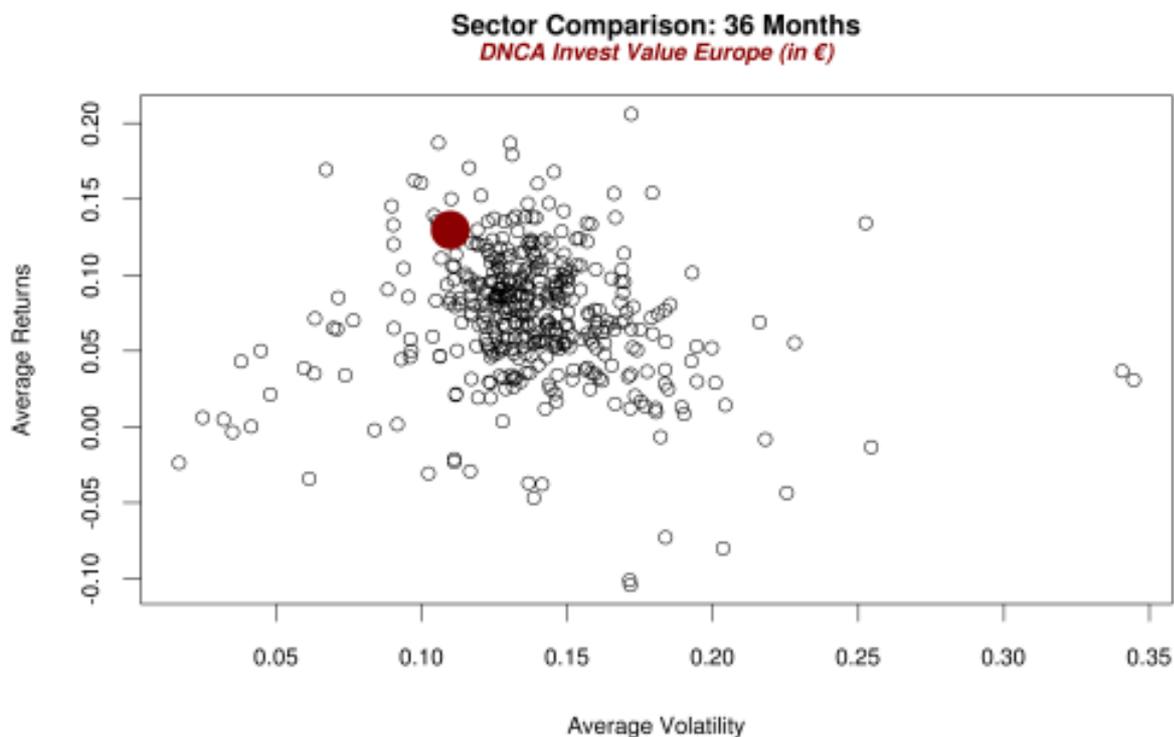
|                    |  |
|--------------------|--|
| Launch.Date        | 2007-12-21   |
| Fund.Size.m.       | NA   |
| Fund.Size.Date     |  |
| Initial.Charge     | NA   |
| Annual.Charge      |  |
| Yield              | NA   |
| Sector             | GM Equity - Europe   |
| Fund.Type          | Offshore Regulated   |
| Asset.Class        | Equity   |
| TER                |  |
| Fund.Benchmark     |  |
| Fund.Manager       |  |
| Fund.Manager.Since |  |
| Start.of.data      | 2007-12-24   |
| diamonds.3Y        |    |
| diamonds.5Y        |  |

|                       | 2008   | 2009  | 2010  | 2011   | 2012  | 2013  |
|-----------------------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|
| <b>Jan</b>            | -9.22  | -3.06 | -1.71 | 2.32   | 2.36  | 3.78  |
| <b>Feb</b>            | -1.64  | -8.79 | -0.65 | 0.76   | 3.47  | -0.06 |
| <b>Mar</b>            | -3.07  | 2.58  | 4.68  | -0.65  | -0.10 | 2.17  |
| <b>Apr</b>            | 4.27   | 11.56 | -0.73 | 2.75   | -0.98 | 3.96  |
| <b>May</b>            | 1.32   | 3.27  | -4.46 | 0.01   | -4.87 | 2.93  |
| <b>Jun</b>            | -8.63  | -2.19 | -1.33 | -2.49  | 5.57  | -4.07 |
| <b>Jul</b>            | -0.61  | 6.69  | 0.64  | -3.04  | 4.07  | 4.85  |
| <b>Aug</b>            | 1.64   | 5.55  | -1.37 | -6.34  | 2.59  | 1.00  |
| <b>Sep</b>            | -7.58  | 3.47  | 3.96  | -4.23  | 0.35  |       |
| <b>Oct</b>            | -8.46  | -2.99 | 3.04  | 6.90   | 0.77  |       |
| <b>Nov</b>            | -2.21  | 0.95  | -2.56 | -0.77  | 0.98  |       |
| <b>Dec</b>            | 0.88   | 6.38  | 5.76  | 1.86   | 2.46  |       |
| <b>Fund</b>           | -29.56 | 24.07 | 4.82  | -3.55  | 17.53 | 15.19 |
| <b>Sector Average</b> | -42.26 | 28.78 | 10.42 | -11.94 | 14.58 | 8.19  |

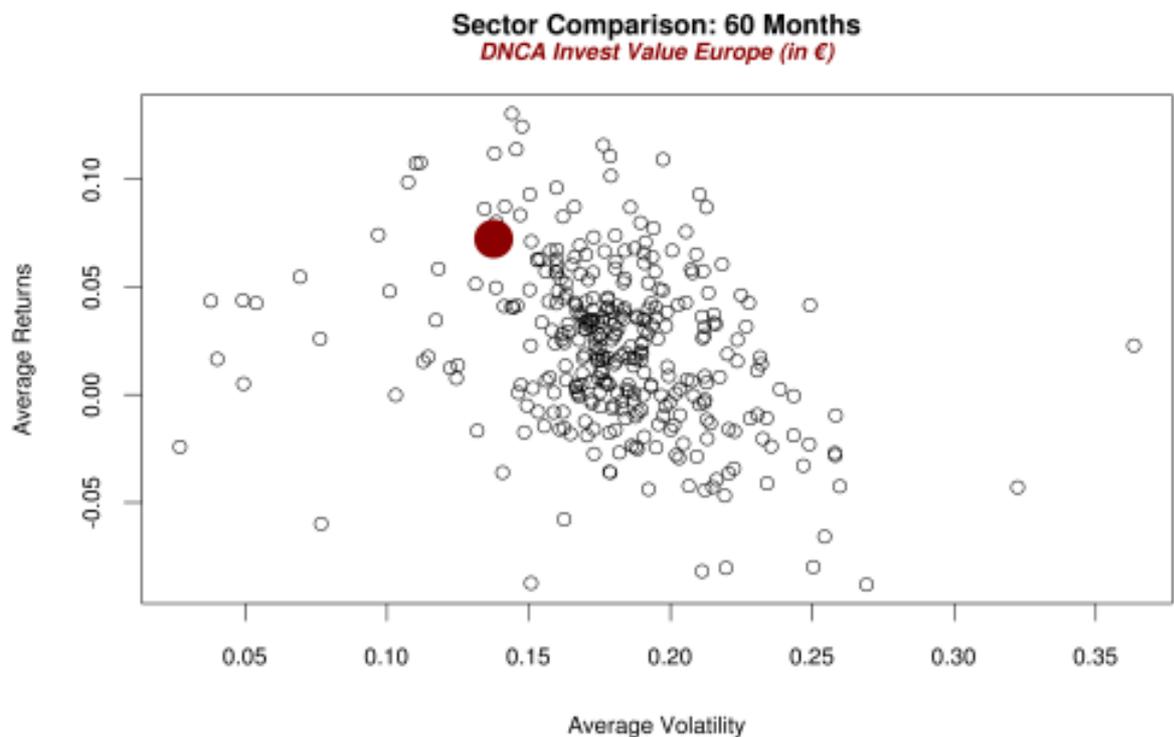
### Fund Performance



Performance Plot

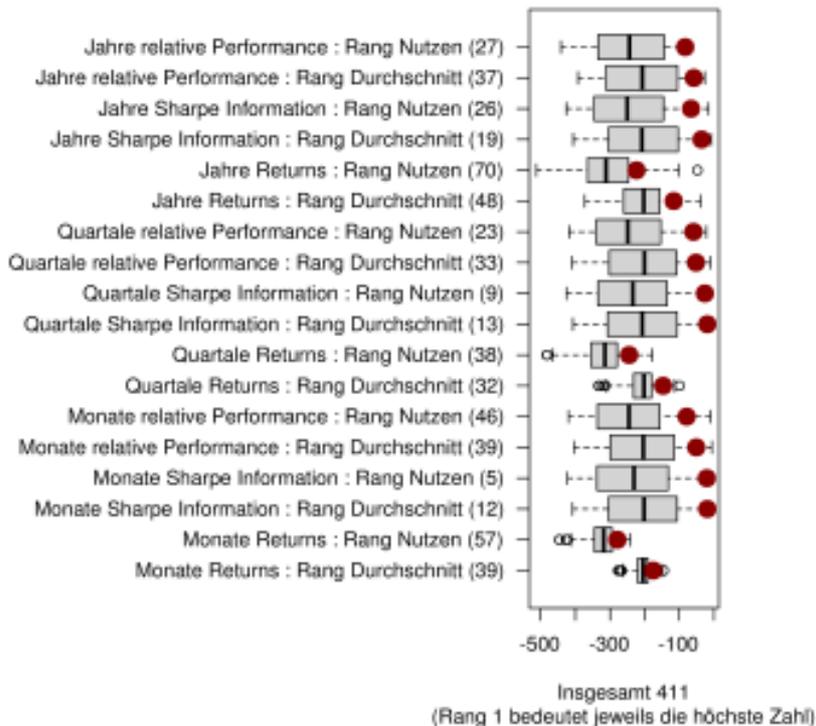


36 Monate Return-Risiko Sektorvergleich



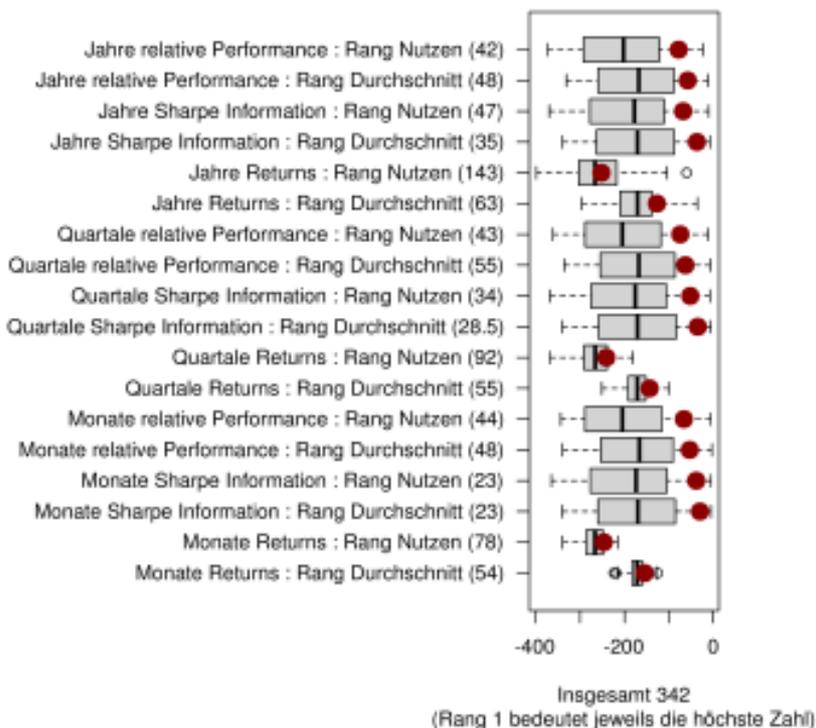
60 Monate Return-Risiko Sektorvergleich

**DNCA Invest Value Europe (in €)**  
**Sektor Rang: 16 ; 3 Jahre**  
**( Stand : 2013-08-31 )**



36 Monate Rating Drilldown

**DNCA Invest Value Europe (in €)**  
**Sektor Rang: 47 ; 5 Jahre**  
**( Stand : 2013-08-31 )**



60 Monate Rating Drilldown

# Franklin European Growth A EUR



## Ansprechpartner Retail



## Ansprechpartner institutionelles Geschäft



## Fondsmanager



| <b>Firma</b>                                | <b>Franklin Templeton Investments</b> |
|---|---------------------------------------|
| Strasse, Nr.                                | Mainzer Landstraße 16                 |
| PLZ   | 60325                                 |
| Ort   | Frankfurt am Main                     |
| Ansprechpartner - Retail                    | Peter Stowasser                       |
| Telefon                                     | 069-27223-127                         |
| Fax   | 069-27223-625                         |
| E-Mail                                      | pstowasser@franklintempleton.de       |
| Ansprechpartner - institutionelles Geschäft | Jan H. Müller, CFA                    |
| Telefon                                     | 069-27223-552                         |
| Fax   | 069-27223-625                         |
| E-Mail                                      | jmueller@franklintempleton.de         |
| Fondsmanager                                | Michael Clements                      |
| Telefon                                     | 0044-20-70738598                      |
| Fax   |                                       |
| E-Mail                                      | mclemen@franklintempleton.co.uk       |
| Web-Site                                    | www.franklintempleton.de              |

## Der Fondsmanager und sein Fonds

### Teil 1

**Michael Clements, CFA**, ist Lead-Portfoliomanager und Senior Research Analyst mit Zuständigkeit für europäische Aktien. Er verfügt über mehr als zehn Jahre Investmenterfahrung. Bevor er 2008 zu Franklin Templeton Investments kam, arbeitete Herr Clements acht Jahre lang bei UBS Global Asset Management, wo er für den europäischen Materialsektor zuständig war. Herr Clements hat einen Abschluss in Industrieökonomik der Universität Warwick und ist Chartered Financial Analyst (CFA).

### Teil 2

Der Fonds investiert in Wertpapiere von Unternehmen in Europa bzw. Unternehmen, die vorwiegend in Europa ihrer Geschäftstätigkeit nachgehen und berücksichtigt dabei das gesamte Kapitalisierungsspektrum. Bei Auswahl der Aktienanlagen nutzt der Fondsmanager einen aktiven, fundamentalen Bottom-up Researchprozess, um nach einzelnen Wertpapieren, die über ein ausgezeichnete Risiko-Ertrags-Eigenschaften verfügen, zu finden.

**Der Investmentprozess** beginnt mit der Identifikation von Unternehmen mit starken Marktpositionen, Nischenprodukten und/oder hohen Gewinnen. Die Analysten prüfen zunächst die folgenden zentralen Aspekte, um ein Verständnis dafür zu gewinnen, ob ein Unternehmen über die folgenden Eigenschaften verfügt:

**Wettbewerbsvorteil:** ein klarer Wettbewerbsvorteil, der es einem Unternehmen potenziell ermöglicht einen Konjunkturzyklus zu überleben und in seinem Verlauf zu gedeihen.

**Qualität:** solide Bilanzen und freie Cashflows, unterstützt von einem auf die Generierung von Shareholder Value ausgerichteten Managementteam.

**Bewertung:** der Anlageprozess verfügt über kompromisslose Bewertungsanalysen zur Selektion von Unternehmen, die das Team für attraktiv bewertet hält.

## PORTFOLIOAUFBAU

Während des Portfolioaufbaus interessieren wir uns nicht für Vergleichsindizes, sondern betrachten die interessantesten Gelegenheiten ohne auf Branche oder Geschäftssitz zu achten. Das Portfolio umfasst etwa 25-45 Unternehmen von denen wir aufgrund unserer intensiven Analyse glauben, dass sie über einen Fünfjahreszeitraum eine Rendite von mindestens 10% pro Jahr erwirtschaften werden. Diese Unternehmen tendieren dazu geschützte Produkte und Dienstleistungen anzubieten und verfügen über das, was wir für langfristige Wettbewerbsvorteile und eine hohe Wahrscheinlichkeit kontinuierlicher, langfristig solider Bilanzen und Cashflows halten.

Das Risikomanagement umfasst folgenden Schlüsselkomponenten:

**Detaillierte Grundlagenanalyse:** Die Analysten bemühen sich um ein fundiertes Verständnis des langfristigen Wettbewerbsvorteils eines Unternehmens, um so das Risiko zu mindern, dass eine Anlage gewählt wird, die durch zurückgehende Marktanteile, fallende Umsätze und/oder sinkende Rentabilität beeinträchtigt wird.

**Strenge Kauf- und Verkaufsziele:** Die Analysten verwenden verschiedene Techniken zur Ermittlung angemessener Kauf- und Verkaufsziele für jedes Wertpapier, die die wesentlichen Risikofaktoren über einen Fünfjahreszeitraum einpreisen. Dieser Prozess hilft sicher zu stellen, dass uns Aktien eines Unternehmens gehören, wenn dessen Bewertung Attraktivität gewinnt. Wir kaufen die Aktie eines Unternehmens wenn sie das Kaufziel erreicht hat und reduzieren eine Position wenn sie sich an ihr Verkaufsziel annähert, d. h. wenn das Abwärtsrisiko steigt. Im Rahmen ihrer Researchtätigkeit unterziehen Analysten die Bewertungs- und Finanzmodelle durch Durchführung von Szenarienanalysen Stresstests um so ein besseres Verständnis für die potenziellen Auswirkungen einer Vielzahl von mikro- bzw. makroökonomischen Szenarien, wie z. B. einer Rezession, für einzelne Unternehmen gewinnen zu können.

**Gemeinschaftliche Teamstruktur:** Die ständige Kommunikation zwischen den Angehörigen des Franklin European Equity Teams, bei der jede Anlageidee durch das ganze Team geprüft wird, und die von den Kenntnissen und der Erfahrung unserer Analysten profitiert, unterstützt unseren Risikomanagementprozess indem sichergestellt wird, dass Unternehmen routinemäßig aus verschiedenen Perspektiven beurteilt werden. Obwohl das Risiko primär über die Research und Portfolioaufbauprozesse des Franklin European Equity Team gesteuert wird, sind Beiträge der internen Performance Analysis and Investment Risk Group (PAIR) bei der Beurteilung und Überwachung des Risikos innerhalb des Portfolios ebenfalls nützlich. PAIR arbeitet unabhängig von der Fondsverwaltung und überwacht das Anlagerisiko aller Portfolios, die von Franklin Templeton verwaltet werden.

## Das besondere Know-how

**Team von erfahrenen Profis.** Der Fonds wird von einem Team erfahrener Profis verwaltet, die sich ganz auf Aktienstrategien für das europäische Segment konzentrieren. Das Franklin European Equity Team profitiert außerdem von den Einsichten und Researchergebnissen der Franklin Equity Group als Ganzes mit mehr als 70 Investmentprofis.

**Langfristige Ausrichtung auf hochwertige Unternehmen mit attraktiven Kursen.** Als langfristige Anleger konzentrieren wir uns auf die Fundamentaldaten eines Unternehmens. Mit dieser Perspektive konzentrieren wir uns auf Anlagen in hochwertigen Unternehmen, die aufgrund kurzfristiger Marktunruhen zu attraktiven Kursen gehandelt werden. Unsere detaillierte Analyse jedes Unternehmens gibt uns die Zuversicht dann zu kaufen wenn andere verkaufen.

**Blick auf Abwärtsrisiken.** Das Franklin European Equity Team behält während des gesamten Researchprozess die Abwärtsrisiken genau im Blick, um Maßnahmen zur Reduzierung fundamentaler und bewertungsrelevanter Risiken zu steuern.

## Investmentchancen im Segment

**Portfoliositionierung.** Wir setzen eine langfristige Bottom-up-Strategie ein und versuchen deshalb, Marktvolatilität zu nutzen, um uns in Unternehmen mit unseres Erachtens starken und nachhaltigen Wettbewerbsvorteilen, soliden Bilanzen und kräftigen Cashflows zu engagieren. Unser Anlagestil ist tendenziell gegenläufig. Unsere Philosophie und unser Verfahren treiben uns oft in unpopuläre Marktsegmente.

**Ausblick & Strategie.** Wir beurteilen den langfristigen Ausblick für europäische Aktien nach wie vor positiv. Die Wirtschaftslage bleibt zwar allgemein verhalten, doch wir erkennen positive Signale für eine Stabilisierung der Konjunktur. Die eingeleiteten Strukturreformen dürften den Boden für einen künftigen Aufschwung bereiten. Als Bottom-up-Stockpicker bleiben wir auf die Ermittlung hochwertiger Unternehmen ausgerichtet, die zu unseres Erachtens attraktiven Kursen notieren. Nach unserer Überzeugung waren die Bewertungen am Quartalsende für langfristige Investoren nach wie vor ansprechend.

| <b>Top 10 Holdings (Datum: 31.10.2013)</b> | <b>%</b> |
|--|----------|
| Euler SA                                   | 5,51     |
| TGS NOPEC GEOPHYSICAL CO ASA               | 4,97     |
| FUGRO NV                                   | 4,93     |
| IMPERIAL TOBACCO GROUP PLC                 | 4,71     |
| REED ELSE VIER NV                          | 4,53     |
| ROCHE HOLDING AG                           | 4,44     |
| THE BERKELEY GROUP HOLDINGS PLC            | 4,34     |
| LEGRAND SA                                 | 4,20     |
| MEDIASET ESPANA COMUNICACION SA            | 4,00     |
| ANHEUSER-BUSCH INBEV NV                    | 3,87     |
| Anteil Top 10 insgesamt                    | 45,5     |
| Anzahl der Positionen insgesamt            | 31       |

| <b>Marktrisiko (Datum: 31.10.2013)</b> | <b>Fonds (%)</b> | <b>Benchmark (%)</b> | <b>Differenz</b> |
|--|------------------|----------------------|------------------|
| Großbritannien                         | 35,28            | 32,99                | 2,29             |
| Niederlande                            | 13,17            | 4,07                 | 9,1              |
| Frankreich                             | 12,84            | 14,99                | -2,15            |
| Schweiz                                | 8,62             | 13,63                | -5,01            |
| Deutschland                            | 6,12             | 13,52                | -7,4             |
| Irland                                 | 5,40             | 0,52                 | 4,88             |
| Norwegen                               | 5,36             | 1,26                 | 4,10             |
| Spanien                                | 4,32             | 5,11                 | -0,79            |
| Belgien                                | 4,17             | 1,79                 | 2,38             |
| Sonstiges                              | 4,72             | 12,10                | -7,38            |
| Insgesamt                              |                  |                      |                  |

| <b>Sektor (Datum: 31.10.2013)</b> | <b>Fonds (%)</b> | <b>Benchmark (%)</b> | <b>Differenz</b> |
|-----------------------------------|------------------|----------------------|------------------|
| Zyklische Konsumgüter             | 32,05            | 9,77                 | 22,28            |
| Industrie                         | 18,10            | 11,60                | 6,50             |
| Finanzwesen                       | 17,75            | 22,04                | -4,29            |
| Nicht-zyklische Konsumgüter       | 15,03            | 13,68                | 1,35             |
| Energie                           | 10,67            | 9,44                 | 1,23             |
| Gesundheitswesen                  | 4,79             | 12,28                | -7,49            |
| IT                                | 1,61             | 3,17                 | -1,56            |
| Rohstoffe                         | 0,00             | 7,95                 | -7,95            |
| Telekommunikations-Dienste        | 0,00             | 6,09                 | -6,09            |
| Versorgungsbetriebe               | 0,00             | 3,97                 | -3,97            |

| <b>Währungsengagement (Datum: 31.10.2013) %</b> |       |
|---|-------|
| EURO  | 50,76 |
| British Pound                                   | 34,60 |
| Swiss Franc                                     | 7,99  |
| Norwegian Krone                                 | 4,97  |
| Swedish Krona                                   | 1,68  |
| Sonstiges                                       |       |
| Insgesamt                                       | 100   |

## Franklin European Growth A EUR (in €)

### Ergebnis

Der Fonds Franklin European Growth A EUR (in €) 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).

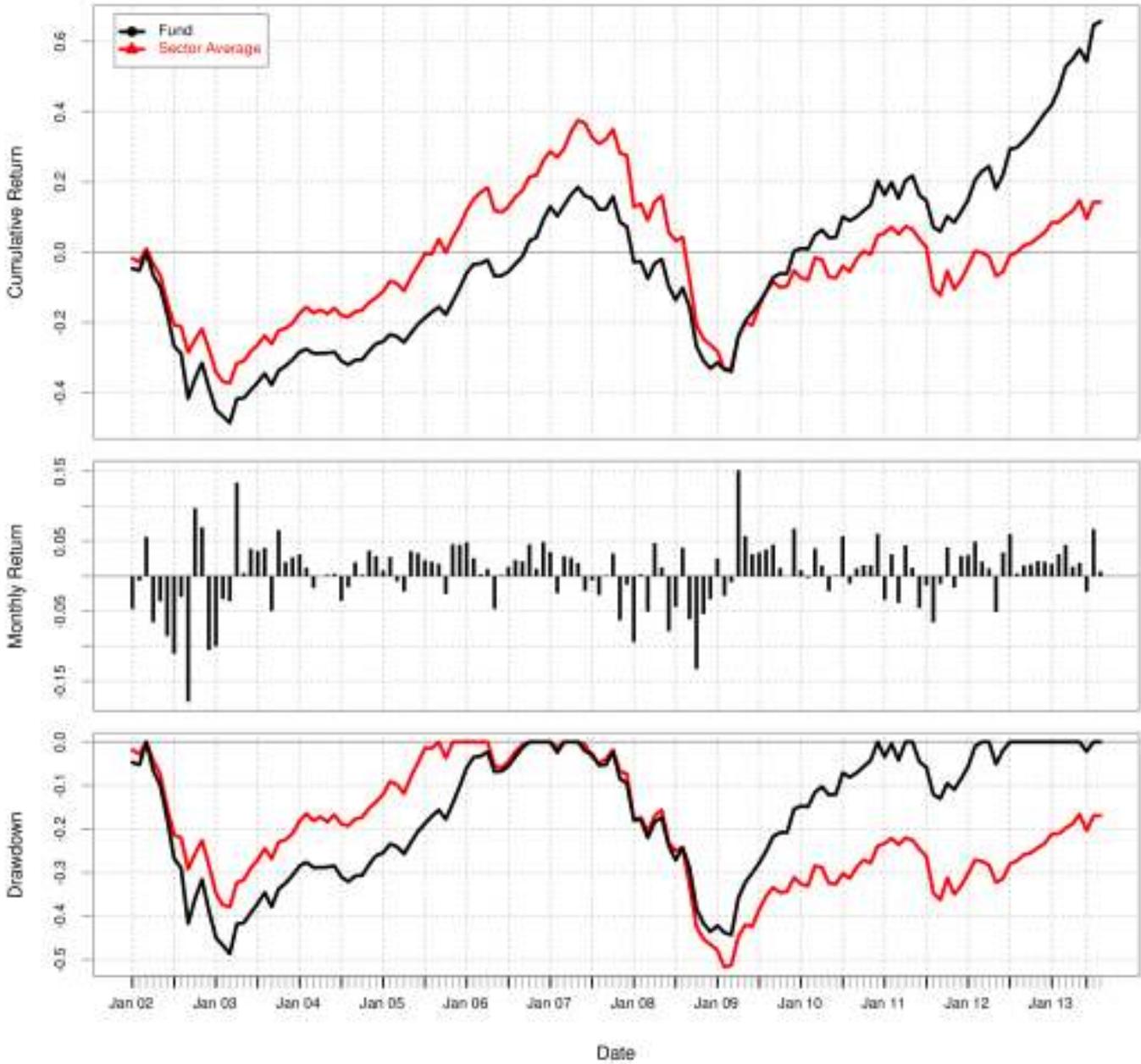
Das Quant Rating wird rein auf Grundlage der Performance Historie gegenüber der Peergroup bestimmt. Neben monatlichen, vierteljährlichen und jährlichen Renditen finden ebenfalls die Outperformance Wahrscheinlichkeit gegenüber dem Sektordurchschnitt, risikoadjustierte Performancemaße sowie diverse Risikomaße/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

## Franklin European Growth A EUR (in €)

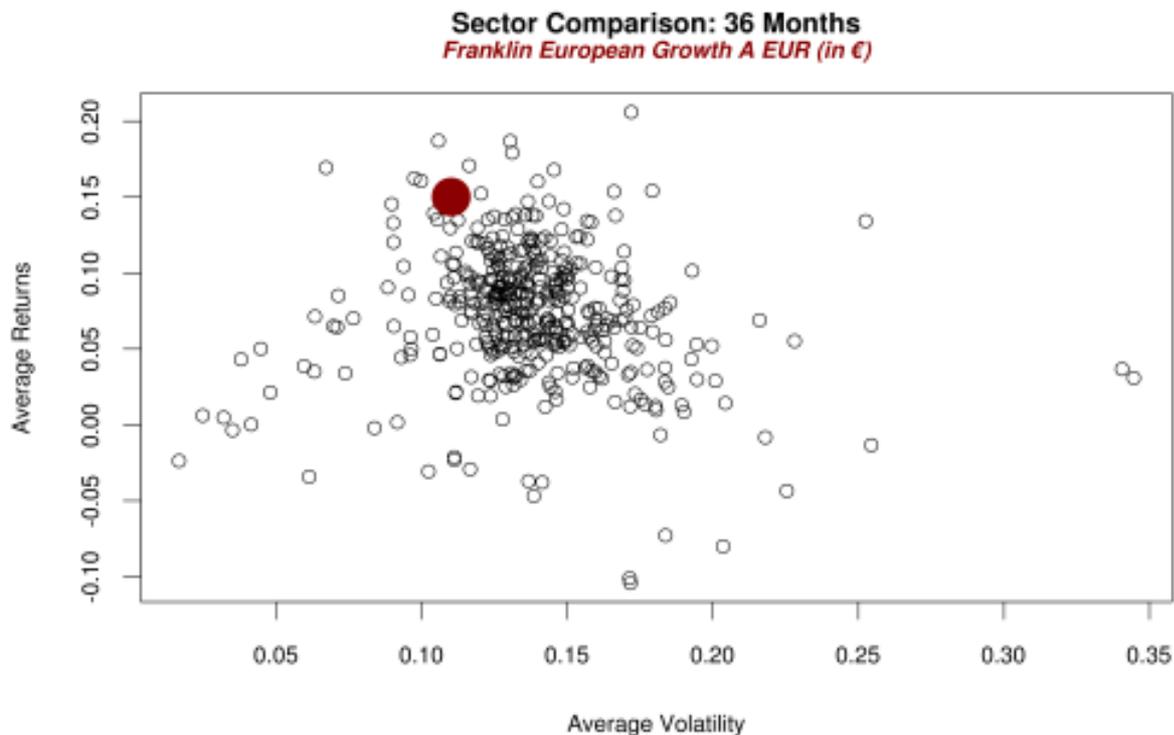
|                    |  |
|--------------------|--|
| Launch.Date        | 2000-12-29   |
| Fund.Size.m.       | 1094   |
| Fund.Size.Date     | 2013-07-31   |
| Initial.Charge     | 5.75   |
| Annual.Charge      | 1.5  |
| Yield              | NA   |
| Sector             | GM Equity - Europe   |
| Fund.Type          | Offshore FSA   |
| Asset.Class        | Equity   |
| TER                |  |
| Fund.Benchmark     | MSCI Europe  |
| Fund.Manager       | Michael Clements, Claire Manson, Robert Mazzuoli                                     |
| Fund.Manager.Since | 2009-06-03   |
| Start.of.data      | 2000-12-29   |
| diamonds.3Y        |    |
| diamonds.5Y        |  |

|                       | 2008          | 2009         | 2010         | 2011          | 2012         | 2013         |
|-----------------------|---------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|
| Jan                   | -9.41         | 2.51         | 0.84         | -3.39         | 3.01         | 1.72         |
| Feb                   | 0.25          | -2.80        | -0.24        | 3.10          | 4.91         | 3.13         |
| Mar                   | -5.06         | -0.90        | 3.93         | -3.81         | 2.09         | 4.43         |
| Apr                   | 4.68          | 15.09        | 1.49         | 4.38          | 1.07         | 1.34         |
| May                   | 1.24          | 5.69         | -2.14        | 1.20          | -5.12        | 1.86         |
| Jun                   | -7.84         | 3.14         | 0.12         | -4.54         | 3.36         | -2.21        |
| Jul                   | -4.39         | 3.33         | 5.65         | -1.34         | 6.00         | 6.69         |
| Aug                   | 4.03          | 3.79         | -1.09        | -6.60         | 0.37         | 0.66         |
| Sep                   | -6.15         | 4.46         | 1.10         | -1.12         | 1.48         |              |
| Oct                   | -13.25        | 1.16         | 1.53         | 4.08          | 1.64         |              |
| Nov                   | -5.42         | 0.00         | 1.50         | -1.63         | 2.15         |              |
| Dec                   | -3.30         | 6.78         | 6.03         | 2.88          | 2.02         |              |
| <b>Fund</b>           | <b>-37.63</b> | <b>49.91</b> | <b>20.01</b> | <b>-7.28</b>  | <b>25.06</b> | <b>18.76</b> |
| <b>Sector Average</b> | <b>-42.26</b> | <b>28.78</b> | <b>10.42</b> | <b>-11.94</b> | <b>14.58</b> | <b>8.19</b>  |

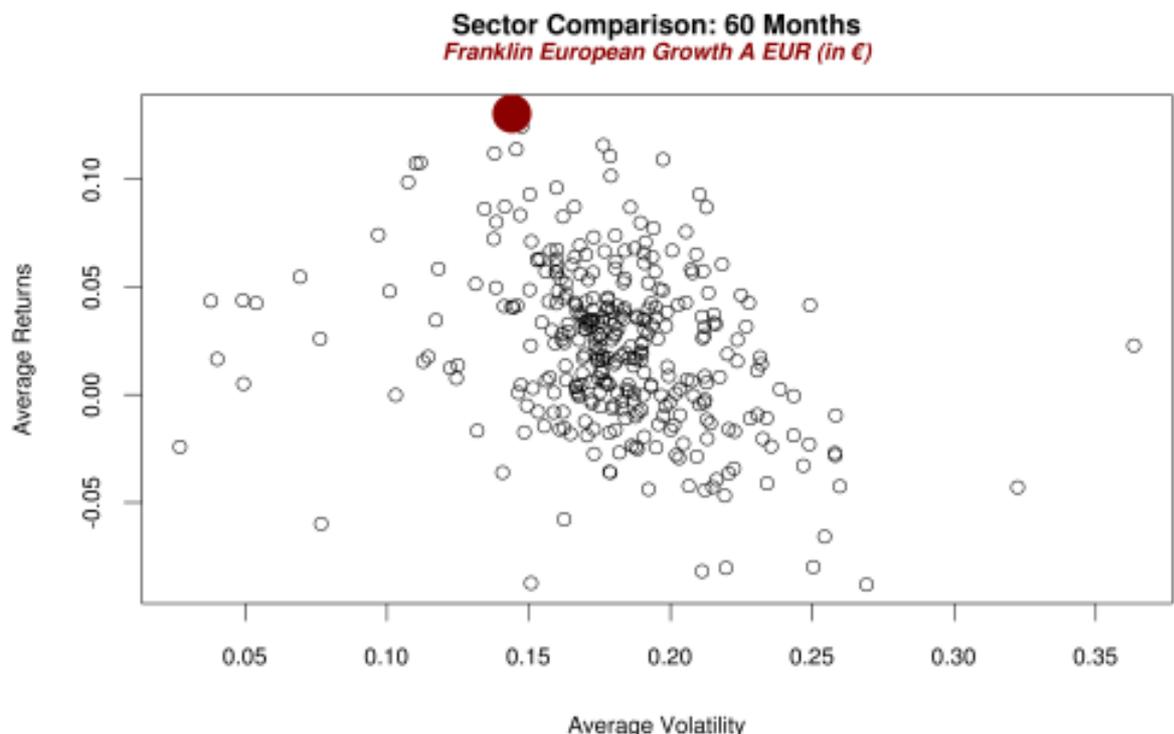
### Fund Performance



Performance Plot

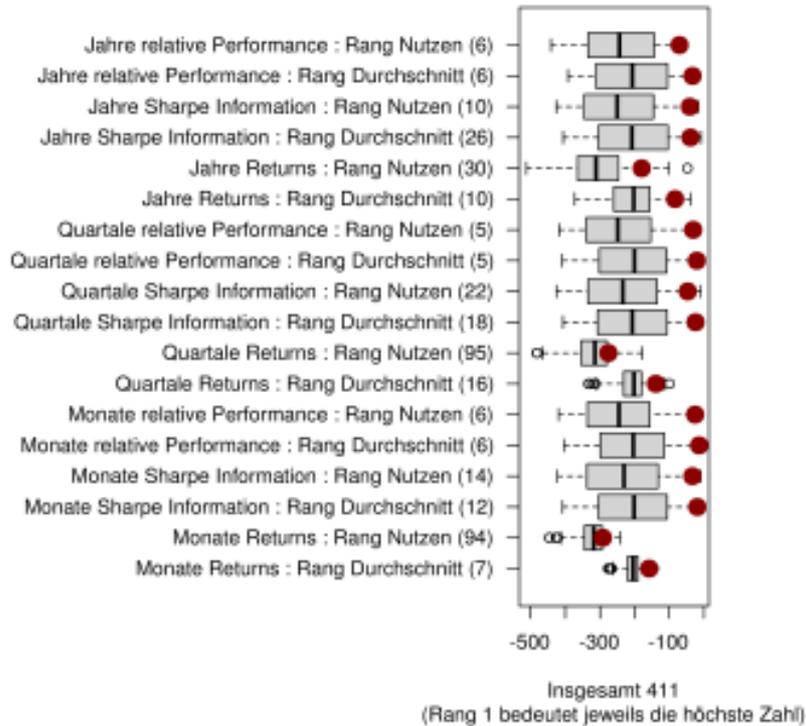


36 Monate Return-Risiko Sektorvergleich



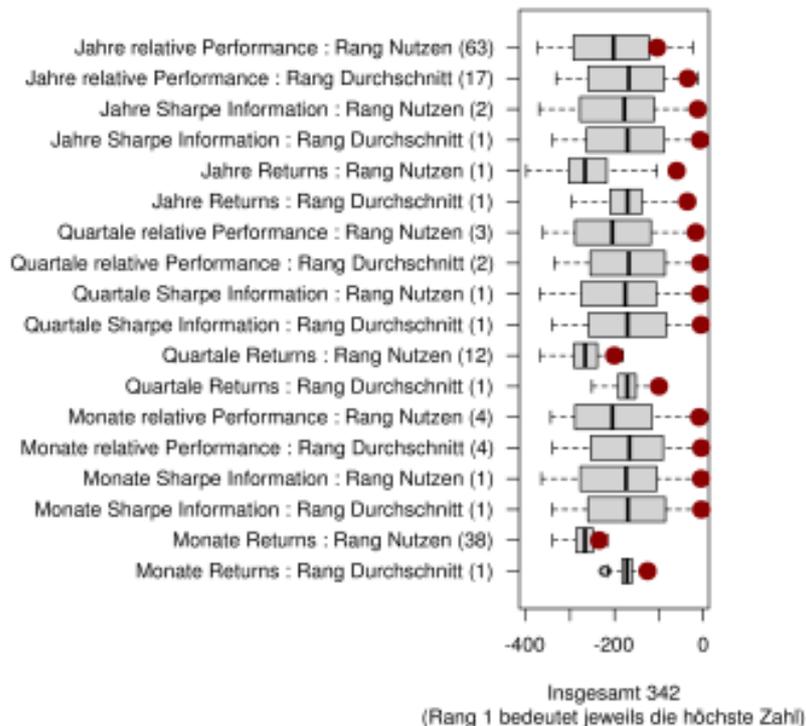
60 Monate Return-Risiko Sektorvergleich

**Franklin European Growth A EUR (in €)**  
**Sektor Rang: 8 ; 3 Jahre**  
**( Stand : 2013-08-31 )**



36 Monate Rating Drilldown

**Franklin European Growth A EUR (in €)**  
**Sektor Rang: 2 ; 5 Jahre**  
**( Stand : 2013-08-31 )**



60 Monate Rating Drilldown

# GAM Star European Equity Acc EUR

# GAM

Ansprechpartner Retail



Ansprechpartner institutionelles Geschäft



Fondsmanager



| <b>Firma</b>                                | <b>GAM Anlagefonds AG</b>  |
|---|----------------------------|
| Strasse, Nr.                                | Hardstrasse 201            |
| PLZ   | 8005                       |
| Ort   | Zürich                     |
| Ansprechpartner - Retail                    | Christopher Hönig          |
| Telefon                                     | +41 (0) 58 426 32 96       |
| Fax   | +41 (0) 58 426 30 31       |
| E-Mail                                      | christopher.hoenig@gam.com |
| Ansprechpartner - institutionelles Geschäft | Christopher Hönig          |
| Telefon                                     | +41 (0) 58 426 32 96       |
| Fax   | +41 (0) 58 426 30 31       |
| E-Mail                                      | christopher.hoenig@gam.com |
| Fondsmanager                                | Niall Gallagher            |
| Telefon                                     | +44 (0) 20 7493 9990       |
| Fax   | +44 (0) 20 7493 0715       |
| E-Mail                                      | niall.gallagher@gam.com    |
| Web-Site                                    | www.gam.com                |

## Der Fondsmanager und sein Fonds

### Fondsmanager

Bevor Niall Gallagher im November 2009 zu GAM kam, war er zwei Jahre lang bei T. Rowe Price als Fondsmanager für gesamt- und kontinentaleuropäische Aktien zuständig. Davor arbeitete er neun Jahre lang bei BlackRock, wo er zunächst als Investmentanalyst tätig war und anschliessend die kontinental- und gesamteuropäischen Aktienstrategien betreute. Er begann seine Karriere als Volkswirt bei der Bank of England.

### Anlageziel und Ansatz

GAM Star European Equity investiert in ein fokussiertes Portfolio bestehend aus 30–50 europäischen Titeln. Ziel des Fonds ist es, attraktive, risikobereinigte Erträge, mittels eines fundamentalen Bottom-Up-Investmentansatzes ohne Index-Einschränkungen zu generieren. Durch eine sorgfältige Aktienauswahl in Verbindung mit einer klar definierten, risikobasierten Strategie baut Niall Gallagher konzentrierte Portfolios auf Grundlage seiner besten Investmentideen auf. Er nutzt dafür eine breite Palette an Investmentstilen und wird durch ein Team von zwei Analysten unterstützt.

### Hauptmerkmale:

- Investiert unabhängig von der Benchmark
- Konzentriertes Portfolio
- Risikokontrollierte Portfoliokonstruktion auf Basis der Risiken der Geschäftsmodelle, die den Unternehmen zugrunde liegen

### Das besondere Know-how

Über mehr als zehn Jahre hinweg hat Niall Gallagher seinen Ansatz für Research und Management europäischer Aktien weiterentwickelt. Dieser Ansatz basiert auf zwei Überzeugungen:

- Die meiste Zeit sind Märkte nur teilweise effizient. Selbst in gut funktionierenden Märkten werden einige Unternehmen entweder übersehen oder falsch bewertet. Von Zeit zu Zeit werden durch

eine Panik oder übertriebenen Optimismus bzw. Pessimismus schwerwiegende Ineffizienzen verursacht, die dazu führen, dass sich die Preise sehr weit von den Fundamentalwerten entfernen.

- Der Portfolioaufbau ist von entscheidender Bedeutung. Um attraktive, risikobereinigte Erträge zu erzielen, darf sich der Aufbau eines Portfolios nicht nur auf die Auswahl der Titel konzentrieren. Risikokonzentrationen müssen vermieden werden, um grosse Verlustrisiken zu reduzieren.

Darauf aufbauend hat Niall Gallagher einen fundamentalen Investmentansatz entwickelt, der seinen Mehrwert durch eine überzeugungsbasierte Titelauswahl und einen risikobasierten Portfolioaufbau generiert.

Im Einklang mit seinem Bottom-Up-Ansatz nutzt Niall Gallagher seine mikroökonomischen Einschätzungen, um Investmentideen zu kreieren. Er stützt sich dabei auf seine umfangreiche Erfahrung sowie die langjährigen Beziehungen zu Unternehmen. Anhand einer tiefgehenden Fundamentaldatenanalyse sowie intensiven Gesprächen mit den Unternehmensleitungen wird aus den Investmentideen die Kaufliste der Aktien für das Portfolio entwickelt. Das Ziel ist, die wirtschaftliche Basis und die Wertetreiber in jedem Teil der Unternehmen zu identifizieren, um die zukünftigen Ertragschancen und den inneren Wert auf Basis eines absoluten Bewertungsansatzes festzulegen.

Diese Bewertungen werden dann mit marktbasierter Kennzahlen erweitert, die die Bewertung des Unternehmens durch die entsprechenden Rentabilitätsmesswerte mit Mitbewerbern und historischen Bewertungen vergleicht. Daraus ergibt sich für die Aufnahme in das Portfolio eine fokussierte Gruppe von circa 30–50 Unternehmen.

Der Portfolioaufbauprozess von Niall Gallagher strebt eine Maximierung der risikobereinigten Erträge durch die klare Definition und Aufrechterhaltung einer optimalen Risiko-/Ertragsbalance im Portfolio an. Die Grösse der Investitionen wird explizit festgelegt, um Risikokonzentrationen auf einzelne Faktoren zu vermeiden und um zu gewährleisten, dass kein einzelner Titel 10% des Gesamtrisikos des Fonds übersteigt. Aufgrund dieses Konzepts werden Risikoschwerpunkte im Portfolio vermieden und die besten Einzeltitelinvestitionen nach Risikogewichtung gehalten.

Das Portfolio ist auf etwa 50 Titel limitiert. Dies schafft eine Wettbewerbssituation bezüglich der Kapitalallokation im Portfolio, da im Normalfall bestehende Positionen für den Erwerb neuer Titel veräussert werden müssen. Die Fokussierung des Portfolios ermöglicht es Niall Gallagher und seinem Team alle Titel gründlich prüfen und überwachen zu können.

## Investmentchancen im Segment

Wir beurteilen die Anlageklasse der europäischen Aktien auch nach der guten Entwicklung 2013 weiterhin positiv und sind überzeugt, dass in Europa eine Vielzahl erstklassiger, wachstumsstarker Unternehmen mit hohen Cashflows und unterbewerteten Aktien zu finden sind. Der Fonds hält eine breite Mischung aus „Value“- , zyklischen und strukturellen Wachstumswerten. Wie die Branchenaufteilung verdeutlicht, gibt es aber auch einige Marktbereiche, in denen wir wenig fundamentales Potenzial entdecken können. Die strukturellen Verbesserungen in den Peripheriestaaten sollten als Unterstützung für die Währungsunion und somit als Beitrag zur Rehabilitation der Anlageklasse gewertet werden.

| <b>Top 10 Holdings (Datum: 31.10.2013) %</b> |      |
|--|------|
| Paddy Power                                  | 4,3  |
| BG Group                                     | 4,0  |
| Kone   | 3,6  |
| Continental                                  | 3,6  |
| Fresenius SE & Co                            | 3,5  |
| Schindler Holding                            | 3,4  |
| Wirecard                                     | 3,4  |
| Cie Financiere Richemont                     | 3,3  |
| Swatch                                       | 3,2  |
| Ryanair                                      | 3,2  |
| Anteil Top 10 insgesamt                      | 35,5 |
| Anzahl der Positionen insgesamt              | 44   |

| <b>Marktrisiko (Datum: 31.10.2013)</b> | <b>Fonds (%)</b> | <b>Benchmark (%)</b> | <b>Differenz</b> |
|--|------------------|----------------------|------------------|
| Deutschland                            | 22,34            | 13,52                | 8,82             |
| Schweiz                                | 17,74            | 13,63                | 4,11             |
| Grossbritannien                        | 14,30            | 32,99                | -18,69           |
| Irland                                 | 9,64             | 0,52                 | 9,12             |
| Spanien                                | 6,95             | 5,11                 | 1,84             |
| Schweden                               | 6,70             | 4,78                 | 1,92             |
| Frankreich                             | 5,93             | 14,99                | -9,06            |
| Finnland                               | 5,17             | 1,38                 | 3,79             |
| Belgien                                | 2,40             | 1,79                 | 0,61             |
| Niederlande                            | 1,98             | 4,07                 | -2,09            |
| Sonstiges                              | 4,18             | 7,21                 | -3,03            |
| Insgesamt                              | 97,33            | 100                  | -2,67            |

| <b>Sektor (Datum: 31.10.2013)</b> | <b>Fonds (%)</b> | <b>Benchmark (%)</b> | <b>Differenz</b> |
|-----------------------------------|------------------|----------------------|------------------|
| Langlebige Konsumgüter            | 28,05            | 9,77                 | 18,28            |
| Industrietitel                    | 21,47            | 11,60                | 9,87             |
| Verbrauchsgüter                   | 10,39            | 13,68                | -3,29            |
| Finanztitel                       | 8,67             | 22,04                | -13,37           |
| Gesundheit                        | 8,36             | 12,28                | -3,92            |
| Energie                           | 7,61             | 9,44                 | -1,83            |
| Informationstechnologie           | 5,59             | 3,17                 | 2,42             |
| Werkstoffe                        | 4,06             | 7,95                 | -3,89            |
| Versorger                         | 3,14             | 3,97                 | -0,83            |

| <b>Währungsengagement (Datum: 31.10.2013) %</b> |      |
|---|------|
| Euro  | 60,3 |
| Schweizer Franken                               | 17,7 |
| Britische Pfund                                 | 15,3 |
| Schwedische Krone                               | 6,7  |
| Sonstiges                                       |      |
| Insgesamt                                       |      |

## GAM Star European Equity Acc EUR (in €)

### Ergebnis

Der Fonds GAM Star European Equity Acc EUR (in €) 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

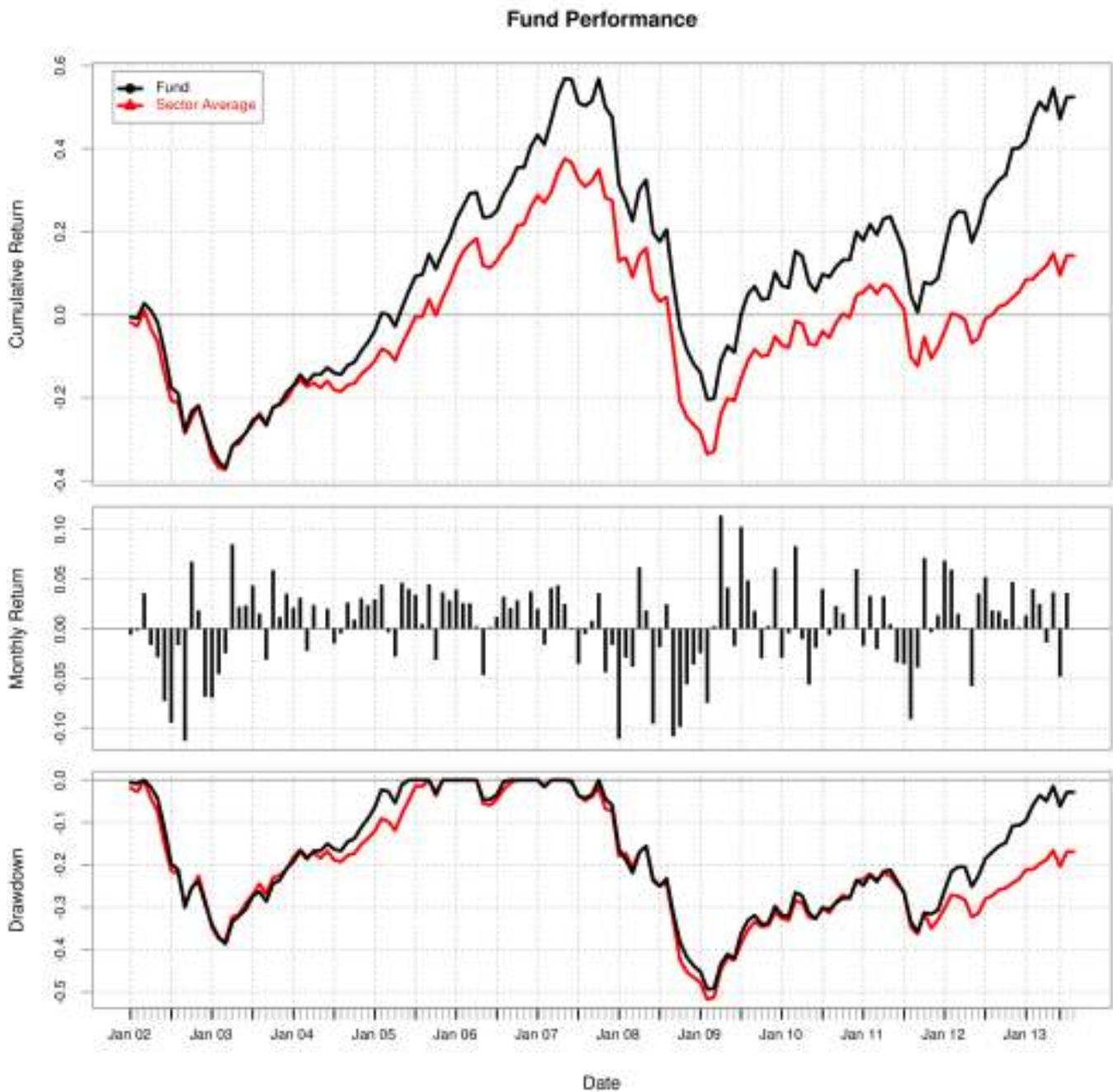
Die Bewertungsskala beim Telos Quant Rating reicht von 5 Diamanten (beste) bis 1 Diamanten (schlechteste). Dabei entsprechen 5 Sterne dem Quantil 80-100 (besten 20%), 4 Sterne dem Quantil 60-80, 3 Sterne dem Quantil 40-60 (Mitte), 2 Sterne dem Quantil 20-40, und 1 Stern dem Quantil 0-20 (schlechteste).

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.

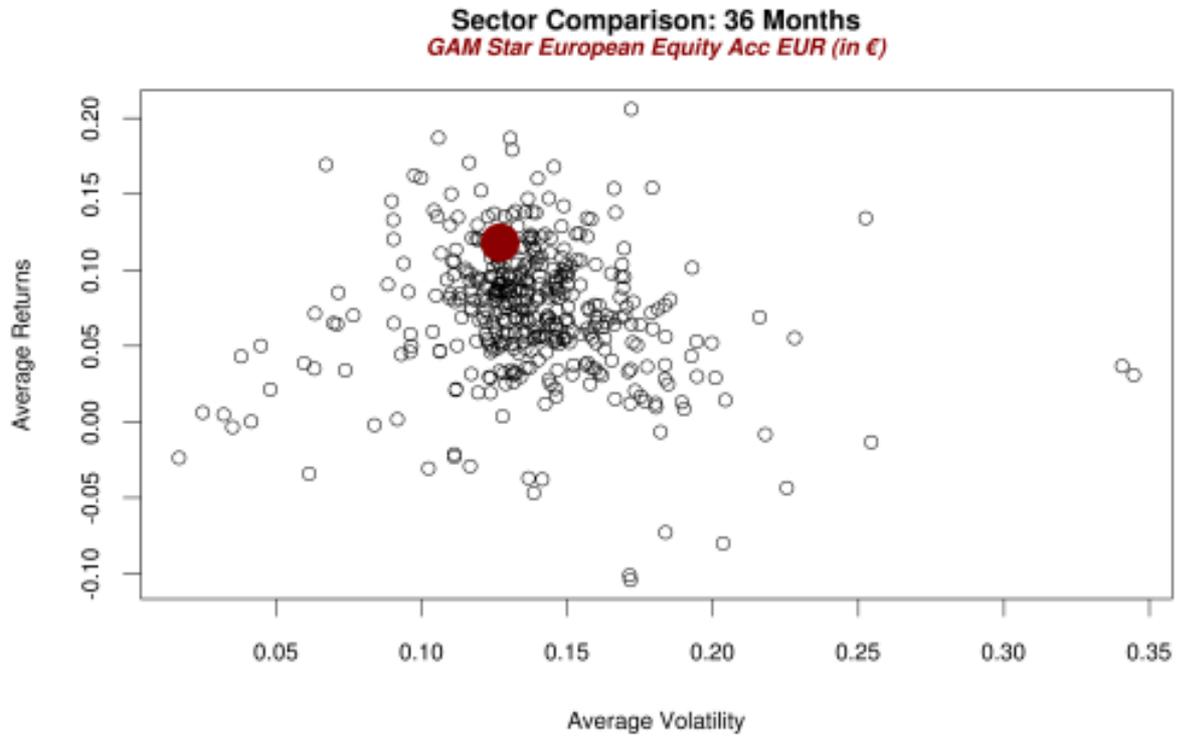
**GAM Star European Equity Acc EUR (in €)**

|                    |  |
|--------------------|--|
| Launch.Date        | 1998-08-07   |
| Fund.Size.m.       | 57.9   |
| Fund.Size.Date     | 2013-06-28   |
| Initial.Charge     | 5  |
| Annual.Charge      | 1.5  |
| Yield              | 0.3  |
| Sector             | GM Equity - Europe   |
| Fund.Type          | Offshore FSA   |
| Asset.Class        | Equity   |
| TER                |  |
| Fund.Benchmark     | MSCI Europe  |
| Fund.Manager       | Niall Gallagher  |
| Fund.Manager.Since | 2009-12-01   |
| Start.of.data      | 1998-12-31   |
| diamonds.3Y        |    |
| diamonds.5Y        |  |

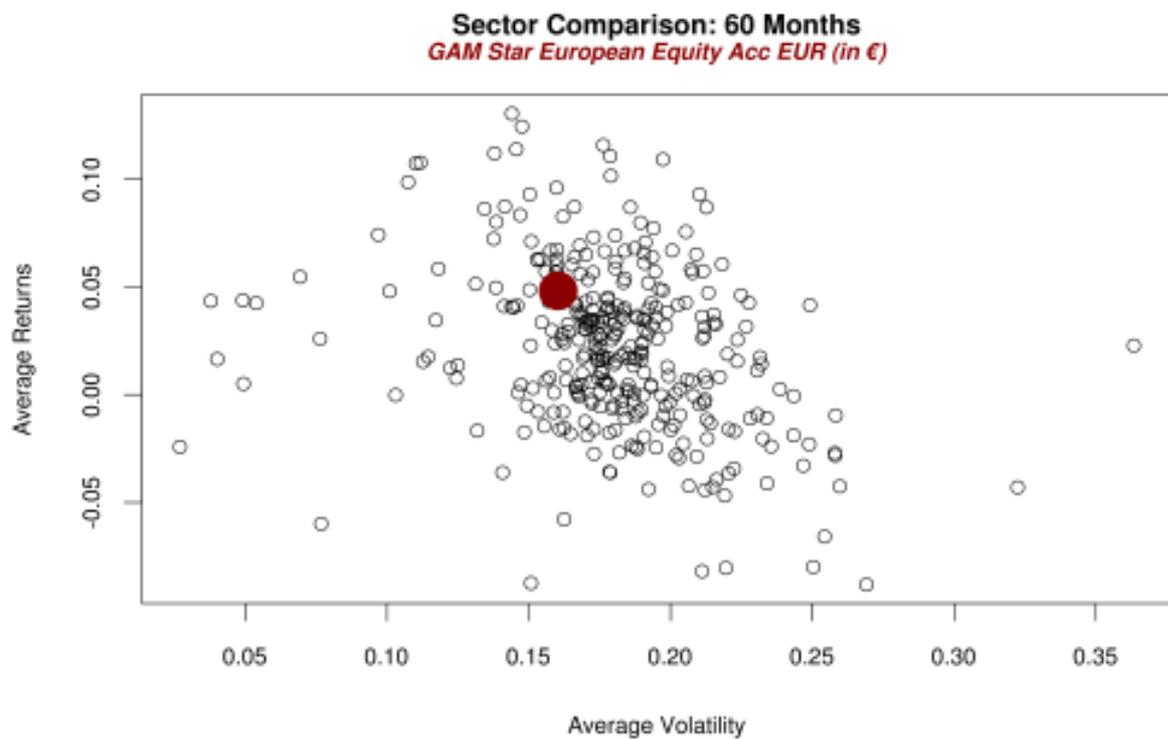
|                       | 2008   | 2009  | 2010  | 2011   | 2012  | 2013  |
|-----------------------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|
| <b>Jan</b>            | -11.05 | -2.44 | -2.92 | -1.72  | 6.79  | 1.30  |
| <b>Feb</b>            | -2.90  | -7.46 | -0.46 | 3.29   | 5.91  | 3.97  |
| <b>Mar</b>            | -3.82  | 0.24  | 8.26  | -2.06  | 1.48  | 2.47  |
| <b>Apr</b>            | 6.16   | 11.34 | -1.05 | 3.23   | -0.11 | -1.40 |
| <b>May</b>            | 1.80   | 4.12  | -5.63 | 0.43   | -5.79 | 3.65  |
| <b>Jun</b>            | -9.54  | -1.75 | -1.94 | -3.40  | 3.52  | -4.82 |
| <b>Jul</b>            | -1.85  | 10.19 | 3.96  | -3.56  | 5.16  | 3.57  |
| <b>Aug</b>            | 2.45   | 4.82  | -0.66 | -9.09  | 1.82  | 0.01  |
| <b>Sep</b>            | -10.80 | 1.77  | 2.25  | -3.91  | 1.72  |       |
| <b>Oct</b>            | -9.86  | -2.99 | 1.51  | 7.09   | 0.95  |       |
| <b>Nov</b>            | -5.59  | 0.27  | 0.00  | -0.37  | 4.67  |       |
| <b>Dec</b>            | -3.59  | 6.07  | 5.97  | 1.31   | 0.15  |       |
| <b>Fund</b>           | -40.24 | 25.01 | 8.81  | -9.33  | 28.87 | 8.74  |
| <b>Sector Average</b> | -42.26 | 28.78 | 10.42 | -11.94 | 14.58 | 8.19  |



Performance Plot

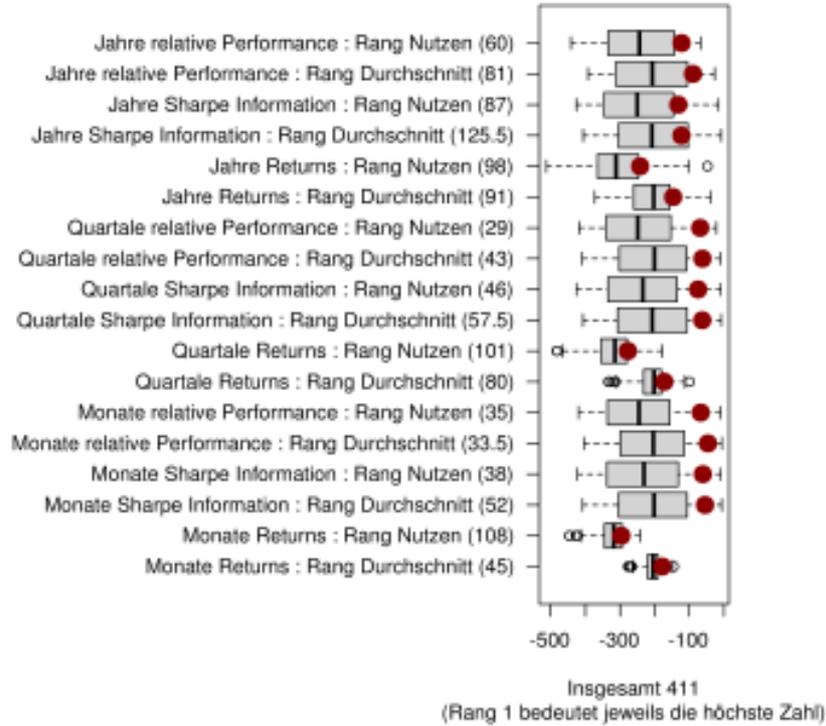


36 Monate Return-Risiko Sektorvergleich



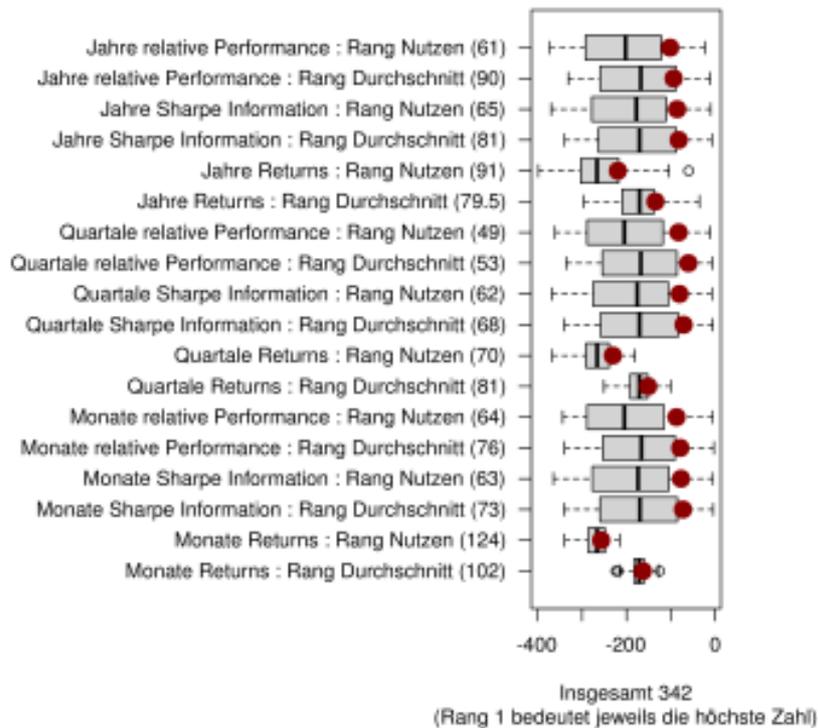
60 Monate Return-Risiko Sektorvergleich

**GAM Star European Equity Acc EUR (in €)**  
**Sektor Rang: 56 ; 3 Jahre**  
**( Stand : 2013-08-31 )**



36 Monate Rating Drilldown

**GAM Star European Equity Acc EUR (in €)**  
**Sektor Rang: 67 ; 5 Jahre**  
**( Stand : 2013-08-31 )**



60 Monate Rating Drilldown

# Invesco Pan European Structured Equity

## A



| <b>Firma</b>                                | <b>Invesco Asset Management Deutschland GmbH</b> |
|---|--|
| Strasse, Nr.                                | An der Welle 5                                   |
| PLZ   | 60311  |
| Ort   | Frankfurt  |
| Ansprechpartner - Retail                    | Alexander Lehmann                                |
| Telefon                                     | 069 29807 346                                    |
| Fax   |  |
| E-Mail                                      | alexander_lehmann@fra.invesco.com                |
| Ansprechpartner - institutionelles Geschäft | Christian Puschmann                              |
| Telefon                                     | 069 29807 161                                    |
| Fax   |  |
| E-Mail                                      | christian_puschmann@fra.invesco.com              |
| Fondsmanager                                | Michael Fraikin, Thorsten Paarmann               |
| Telefon                                     | 069 29807 493                                    |
| Fax   |  |
| E-Mail                                      | thorsten_paarmann@fra.invesco.com                |
| Web-Site                                    | www.de.invesco.com                               |

## Der Fondsmanager und sein Fonds

### Michael Fraikin

Michael Fraikin ist Head of Portfolio Management im Bereich Invesco Global Quantitative Equity Strategies. Er kam 1997 als Portfoliomanager für europäische Aktien zu Invesco, übernahm 1999 die Leitung des Aktienteams Europa und 2000 die Verantwortung für den Aktienbereich in Frankfurt. Vor seiner Tätigkeit für Invesco war er Buy-Side Analyst bei der Commerzbank. Insgesamt kann er auf 18 Jahre Investmenterfahrung zurückblicken. Fraikin hält einen Master in Accounting and Finance der London School of Economics und hat Europäische Betriebswirtschaft an der Middlesex University in London und an der FH Reutlingen studiert.

**Thorsten Paarmann, CFA** Thorsten Paarmann ist Senior Portfolio Manager bei Invesco Quantitative Strategies und in dieser Funktion unter anderem verantwortlich für europäische und globale Aktienmandate sowie Taktische Asset Allocation Strategien. Bevor er 2004 zu Invesco kam, war er als Produktmanager für institutionelle Publikumsfonds bei der Cominvest Asset Management GmbH tätig. Er erhielt innerhalb des kombinierten europäischen Studienprogramms den Titel des Diplom-Kaufmanns an der Fachhochschule für Wirtschaft in Berlin und der Anglia Business School in Cambridge und ist Mitglied der CFA Society Germany.

### Welches Anlageziel verfolgt der Invesco Pan European Structured Equity Fund?

Thorsten Paarmann (TP): Das Anlageziel des Fonds ist langfristiges Kapitalwachstum durch Investments in ein Portfolio von europäischen Aktien. Der Fonds zielt darauf ab, über einen kompletten Marktzyklus von drei bis fünf Jahren Mehrerträge gegenüber seinem Referenzindex, dem MSCI Europe (NR), sowie seiner Vergleichsgruppe (MStar Europe Large- Cap Blend Equity) zu erwirtschaften. Unabhängig von der Gewichtung der einzelnen Aktien im Referenzindex konzentrieren wir uns auf unsere besten Ideen. Dadurch kann der Fonds im Hinblick auf die Branchen bzw. Länderallokation sehr aktive Positionen im Vergleich zum Index eingehen und hat nicht den gleichen Large-/Mega-Cap-Fokus wie der Referenzindex.

### Können Sie die Investmentstrategie des Fonds kurz erläutern?

TP: Aus einem Anlageuniversum, das knapp 1000 Aktien umfasst, identifizieren wir anhand quantitativer Filter die Aktien mit dem besten Risiko-Rendite-Profil. Wir analysieren die fundamentale Attraktivität der Aktien im Verhältnis zu ihrer Volatilität, wobei unser Schwerpunkt auf stabileren Unternehmen mit starken Fundamentaldaten liegt. Die Idee hinter der Volatilitätskontrolle ist, dass die Renditen stabilerer Aktien in der historischen Betrachtung generell vergleichbar mit denen von Aktien mit einer hohen Volatilität sind, allerdings bei einer geringeren Verlustwahrscheinlichkeit. Die Portfoliotheorie von Markowitz, wonach höhere Renditen das Eingehen höherer Risiken erfordern, erscheint überholt. Seit Einführung unseres Aktienauswahlmodells (Abb. 10) in den USA im Jahr 1983 haben wir das Modell kontinuierlich verfeinert. Somit können Investoren heute von einer Erfolgsgeschichte von fast 30 Jahren profitieren.

**Wo liegen die wichtigsten Unterschiede Ihres quantitativen Ansatzes im Vergleich zu dem eines „traditionellen“ Managers?**

TP: Wir konstruieren unsere Portfolios anhand systematischer Analysen der wichtigsten Erfolgsfaktoren der einzelnen Aktien. Viele traditionelle Manager nutzen zunächst Bewertungsfilter, um die Zahl der Aktien zu reduzieren, die dann einer detaillierteren Analyse unterzogen werden. Unser Ansatz ist grundsätzlich der gleiche, allerdings filtern wir das Anlageuniversum anhand vieler zusätzlicher fundamentaler als auch verhaltenspsychologischer Merkmale mit erwiesenem Mehrwert für die Wertentwicklung, wie zum Beispiel die Ertragsentwicklung, die Kursdynamik und die Orientierung der Unternehmensführung an den Interessen der Aktionäre. Anders ausgedrückt analysieren wir nicht nur Fundamentaldaten (wie Bewertung und Ertragswachstum), sondern haben auch gelernt, das Anlegerverhalten in unterschiedlichen Situationen einzuschätzen. Dieser Ansatz ist schlüssig, weil Anleger nicht so rational handeln, wie uns die Fachbücher glauben machen wollen. Viele Anlageentscheidungen unterliegen emotionalen Einflüssen. Ein Beispiel: Natürlich wollen Anleger mit ihren Investments Gewinne erzielen. Aber: In der Hoffnung auf eine Kurserholung halten sie tendenziell zu lange an Verlustbringern fest und neigen andererseits dazu, sich gut entwickelnde Aktienpositionen zu früh zu veräußern. Ein weiterer verhaltenspsychologischer Fallstrick ist ein überzogenes Vertrauen in die eigene Fähigkeit, attraktive Anlagechancen zu identifizieren. Die Beweggründe hinter den Anlageentscheidungen der Investoren zu verstehen hilft uns, irrationales Verhalten anderer Marktteilnehmer auszunutzen. Ein weiterer Vorteil des quantitativen Managements besteht darin, dass man die eigenen Filter auf eine weitaus größere Zahl von potenziellen Anlagekandidaten anwenden kann – ohne von eigenen Emotionen abgelenkt oder von einer kleinen Zahl von Experten abhängig zu sein.

**Was sind die wichtigsten Performancetreiber des Fonds?**

TP: Die Portfolioperformance basiert auf zwei zentralen Faktoren: der Aktienselektion und der Volatilitätskontrolle. Einerseits suchen wir für unser Portfolio Aktien mit einem über dem Marktdurchschnitt liegenden Wertzuwachspotenzial. Andererseits begrenzen wird die Portfoliovolatilität, um für eine höhere Wertstabilität zu sorgen und Verluste zu vermeiden. In Summe ergibt sich daraus eine Strategie, die über rollierende 3- Jahresperioden historisch in 97,5% der Fälle eine Outperformance erzielen konnte.

**Für wen eignet sich der Fonds?**

TP: Der Fonds eignet sich für Aktienanleger, die Stärker an der absoluten Rendite als an der Orientierung an einem Index interessiert sind, einen mittleren bis langfristigen Anlagehorizont haben und am Wertzuwachspotenzial der europäischen Unternehmen partizipieren wollen. Durch die Begrenzung der Volatilität des Fonds und die gleichzeitige Auswahl der fundamental attraktivsten Aktien aus einem breiten Anlageuniversum kann sich ein sehr attraktives Performancemuster ergeben. Es begrenzt die Verluste in fallenden Märkten und bietet attraktives Alpha-Potenzial. Zudem kann ein Investment in einen Fonds mit einer bislang einzigartigen Anlagestrategie zur Diversifikation beitragen. Darüber hinaus bietet der Fonds eine Dividendenrendite im Einklang mit dem MSCI Europa.

**Warum ist eine Aktienstrategie mit dem Fokus auf niedrige Volatilität derzeit attraktiv?**

TP: Wir sind positiv gestimmt für den Aktienmarkt und sehen einen positiven Trend in der Entwicklung des Makroumfeldes. Allerdings halten wir die Marktbewertung inzwischen nicht mehr für günstig. Wir sind überrascht, wie stark die Märkte in den vergangenen Monaten die bestehenden Risiken zunehmend ausgeblendet haben. Wir erwarten zwischenzeitliche Rückschläge auf dem langen Weg der Haushaltskonsolidierung in Europa und den USA. Stützend für den Aktienmarkt dürfte der Anlagenotstand werden, der sich aus der begrenzten Attraktivität von Anleihen ergibt. Ein Umfeld, in dem aktiv gemanagte, niedrig volatile Aktienportfolios eine intelligente Möglichkeit bieten, am Aufwärtspotenzial von Aktien teilzuhaben und gleichzeitig Rückschlagrisiken zu begrenzen.

## Das besondere Know-how

### Anlagephilosophie

Das Investmentteam analysiert die Schlüsselfaktoren erfolgreicher Aktien und erstellt aus einem Universum von etwa 1.000 Titeln systematisch ein Portfolio aus Unternehmen, die möglichst viele dieser Erfolgsfaktoren auf sich vereinen. So analysiert das Team die Gewinnrevisionen, die Relative Stärke, das Managementverhalten und die Bewertung. Ziel dabei ist, Verlustrisiken zu reduzieren, ohne das Renditepotenzial zu beeinträchtigen. Viele der größten und ertragsstärksten Unternehmen haben ihren Unternehmenssitz in Europa. Firmen, die auch im herausfordernden Marktumfeld der letzten Jahre stabile Gewinne erwirtschaftet haben. Eine Investition in Aktien dieser Unternehmen eröffnet die Möglichkeit, sich am Erfolg dieser Firmen zu beteiligen. Wir glauben, dass ein europäischer Aktienfonds ein integraler Bestandteil eines gut diversifizierten Portfolios langfristiger Anleger ist.

### Warum der Invesco Pan European Structured Equity Fund?

- **Einer der besten Fonds seiner Klasse**

Der Invesco Pan European Structured Equity Fund gehört über drei und fünf Jahre zu den Top Fonds seiner Vergleichsgruppe und platzierte sich im 1. Quartil.<sup>1</sup> Die ausgezeichnete Qualität des Fonds haben unabhängige Ratingagenturen wie Morningstar und Standard & Poor's in der Vergangenheit wiederholt bestätigt.

- **Attraktive Rendite bei geringerem Risiko**

Der Fonds bietet Anlegern die vollen Renditechancen europäischer Aktien bei gleichzeitig geringerem Marktrisiko. Dies wird durch den Einsatz quantitativer Modelle möglich, die das Team als Teil der Anlagestrategie nutzt. Eine monatliche Portfoliooptimierung stellt dabei sicher, dass der Fonds die gewünschten Rendite- und Risikomerkmale aufweist. Über einen Zeitraum von fünf Jahren hat der Fonds seinen Referenzindex um über 30 Prozentpunkte übertreffen können.

- **Seit über 25 Jahren erfolgreich**

Der Invesco Pan European Structured Equity Fund wird vom Invesco Quantitative Strategies Investmentteam in Frankfurt verwaltet. Das Team ist seit fast 30 Jahren erfolgreich im Management von Aktienportfolios tätig. Die etwa 40 Mitglieder des global aufgestellten Teams managen von Boston, Frankfurt, New York, Tokio und Melbourne aus zahlreiche regionale und globale Portfolios.

## Investmentchancen im Segment

Der Blick auf die Aktienmarktentwicklung der vergangenen Dekade zeigt, dass dieser Zeitraum von starken Kursschwankungen und hoher Unsicherheit geprägt war. Zu vielen Zeitpunkten waren fundamentale Bewertungskriterien für Aktien vollständig ausgehebelt und Kursbewegungen wurden primär von makroökonomischen sowie marktpsychologischen Faktoren ausgelöst. Am aktuellen Rand spricht vieles dafür, dass die globale Wirtschaft – infolge zahlreicher konjunktureller Stimulationsprogramme und einer global konzertierten expansiven Geldpolitik – in einem „Recovery Mode“ angekommen ist. Obwohl die weltweiten Aktienmärkte diese Erholungstendenz mitgetragen haben, ist das Vertrauen in Aktienmärkte verhalten und die Angst vor erneuten Kursrückgängen latent hoch. Trotz der Angst vor Kursrückgängen an den Finanzmärkten besteht für Investoren jedoch weiterhin der Anspruch auf nachhaltig angemessene Renditen, was notwendige Anlageentscheidungen der Investoren maßgeblich prägt. Mehr denn je gilt es für Investoren – trotz widriger Marktumstände – chancenreiche Investmentansätze zu identifizieren.

Zu den wichtigsten Erkenntnissen der vergangenen Krisen zählen, dass Marktzyklen sich verkürzt haben und eine hohe Volatilität das Bild an den Aktienmärkten auch zukünftig prägen dürfte. Da sich die Marktvolatilität durch den einzelnen Investor nicht beeinflussen lässt, muss mit umsichtigen Investitionsentscheidungen darauf reagiert werden.

Vor dem Hintergrund einer negativen Realrendite risikofreier Anlagen gilt es für ertragsorientierte Investoren attraktive Aktienstrategien zu identifizieren, die Investoren am Kursaufschwung beteiligen, jedoch gleichzeitig einen funktionierenden Schutz bei Kursabschwüngen bieten. Aus unserer Sicht erfüllen insbesondere Low-Volatility-Strategien diese Kriterien. Low-Volatility-Strategien investieren in Aktien, die weniger stark schwanken als der Gesamtmarkt. Eine überraschende Erkenntnis wissenschaftlicher Untersuchungen ist, dass entgegen dem Axiom der Finanztheorie, dass Investoren für eingegangene Risiken belohnt werden, sich niedrigvolatile Aktien besser als volatile Aktien entwickeln können. Ziel einer Low-Volatility-Strategie ist es also, sich über einen vollständigen Zyklus besser als der Gesamtmarkt (Index) zu entwickeln, während zur gleichen Zeit das Portfoliorisiko unter dem des Gesamtmarktes liegt. Dabei wird ein asymmetrisches Risikoprofil angestrebt, das sich durch eine schwächere Teilnahme an Kursrückgängen bei gleichzeitiger Teilnahme an Aufwärtsbewegungen auszeichnet.

| <b>Top 10 Holdings (Datum: 30.09.2013)</b>  | <b>%</b> |
|---|----------|
| Eurex EURO STOXX 50 Future                  | 2,6      |
| Roche Holding AG                            | 2,0      |
| Safran SA                                   | 2,0      |
| Next PLC                                    | 2,0      |
| Reed Elsevier PLC                           | 2,0      |
| Telenor ASA                                 | 1,9      |
| Deutsche Telekom AG                         | 1,9      |
| BT Group PLC                                | 1,9      |
| European Aeronautic Defence and Space Co NV | 1,9      |
| Royal Dutch Shell PLC                       | 1,9      |
| Anteil Top 10 insgesamt                     | 78,6     |
| Anzahl der Positionen insgesamt             | k.A.     |

| <b>Marktrisiko (Datum: 30.09.2013)</b> | <b>Fonds (%)</b> | <b>Benchmark (%)</b> | <b>Differenz</b> |
|--|------------------|----------------------|------------------|
| Großbritannien                         | 31,1             | 31,5                 | -0,4             |
| Schweiz                                | 9,6              | 14,5                 | -4,9             |
| Deutschland                            | 9,6              | 13,3                 | -3,7             |
| Schweden                               | 7,2              | 4,9                  | 2,3              |
| Spanien                                | 6,3              | 4,8                  | 1,5              |
| Frankreich                             | 6,1              | 14,7                 | -8,6             |
| Norwegen                               | 5,8              | 1,2                  | 4,6              |
| Belgien                                | 3,5              | 1,8                  | 1,7              |
| Kasse                                  | 6,5              | 0,0                  |                  |
| Sonstiges                              | 10,3             | 13,4                 | -3,1             |
| Insgesamt                              | 96               | 100                  |                  |

| <b>Sektor (Datum: 30.09.2013)</b> | <b>Fonds (%)</b> | <b>Benchmark (%)</b> | <b>Differenz</b> |
|-----------------------------------|------------------|----------------------|------------------|
| Basiskonsumgüter                  | 19,5             | 13,8                 | 5,7              |
| Gesundheitswesen                  | 15,9             | 12,4                 | 3,5              |
| Konsumgüter                       | 13,4             | 9,9                  | 3,5              |
| Industrie                         | 10,6             | 11,7                 | -1,1             |
| Telekommunikation Services        | 10,4             | 5,9                  | 4,9              |
| Finanzinstitute                   | 7,1              | 21,5                 | -14,4            |
| Versorgungsbetriebe               | 5,4              | 4,0                  | 1,4              |
| Energie                           | 5,2              | 9,4                  | -4,2             |
| Sonstige                          | 6                | 11,3                 | -5,3             |
| Kasse                             | 6,5              | 0,0                  | 6,5              |

## Invesco Pan European Structured Equity A (in €)

### Ergebnis

Der Fonds Invesco Pan European Structured Equity A (in €) 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).

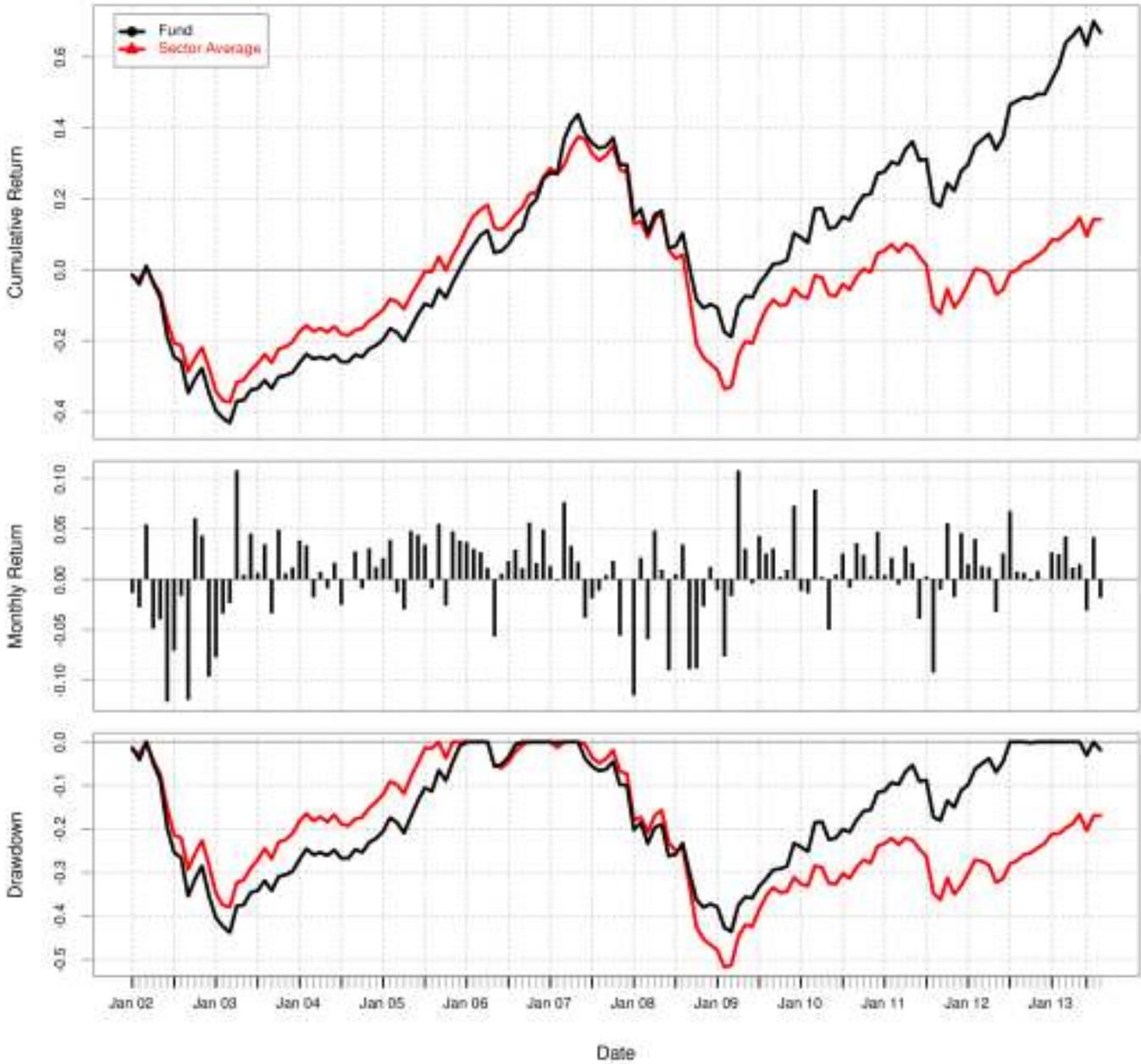
Das Quant Rating wird rein auf Grundlage der Performance Historie gegenüber der Peergroup bestimmt. Neben monatlichen, vierteljährlichen und jährlichen Renditen finden ebenfalls die Outperformance Wahrscheinlichkeit gegenüber dem Sektordurchschnitt, risikoadjustierte Performancemaße sowie diverse Risikomaße/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

## Invesco Pan European Structured Equity A (in €)

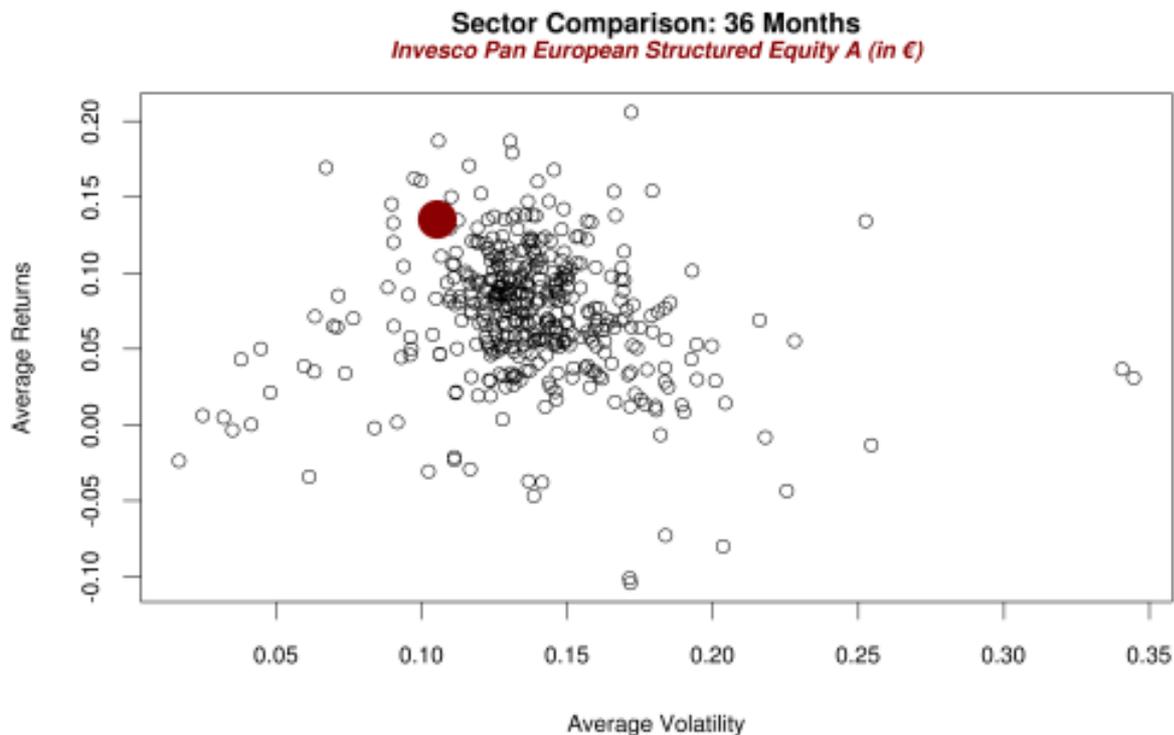
|                    |  |
|--------------------|--|
| Launch.Date        | 2000-11-03   |
| Fund.Size.m.       | 1480   |
| Fund.Size.Date     | 2013-06-30   |
| Initial.Charge     | 5.25   |
| Annual.Charge      | 1.3  |
| Yield              | NA   |
| Sector             | GM Equity - Europe   |
| Fund.Type          | Offshore FSA   |
| Asset.Class        | Equity   |
| TER                |  |
| Fund.Benchmark     | MSCI Europe NR   |
| Fund.Manager       | Michael Fraikin, Thorsten Paarmann   |
| Fund.Manager.Since | 2002-06-01   |
| Start.of.data      | 2000-11-03   |
| diamonds.3Y        |    |
| diamonds.5Y        |  |

|                       | 2008          | 2009         | 2010         | 2011          | 2012         | 2013         |
|-----------------------|---------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|
| Jan                   | -11.47        | -1.06        | -1.11        | 0.43          | 1.49         | 2.65         |
| Feb                   | 2.14          | -7.63        | -1.38        | 2.14          | 4.00         | 2.49         |
| Mar                   | -5.94         | -1.65        | 8.87         | -0.52         | 1.31         | 4.25         |
| Apr                   | 4.83          | 10.76        | 0.23         | 3.26          | 1.20         | 1.16         |
| May                   | 0.94          | 3.03         | -4.99        | 1.63          | -3.25        | 1.48         |
| Jun                   | -9.01         | -0.44        | 0.49         | -3.91         | 2.55         | -3.08        |
| Jul                   | 0.51          | 4.29         | 2.55         | 0.31          | 6.76         | 4.18         |
| Aug                   | 3.45          | 2.55         | -0.83        | -9.25         | 0.74         | -1.85        |
| Sep                   | -8.90         | 3.04         | 3.59         | -1.03         | 0.65         |              |
| Oct                   | -8.82         | 0.27         | 2.42         | 5.56          | -0.18        |              |
| Nov                   | -2.68         | 0.94         | 0.34         | -1.75         | 0.83         |              |
| Dec                   | 1.22          | 7.29         | 4.72         | 4.58          | 0.00         |              |
| <b>Fund</b>           | <b>-30.33</b> | <b>22.20</b> | <b>15.20</b> | <b>0.55</b>   | <b>16.98</b> | <b>11.58</b> |
| <b>Sector Average</b> | <b>-42.26</b> | <b>28.78</b> | <b>10.42</b> | <b>-11.94</b> | <b>14.58</b> | <b>8.19</b>  |

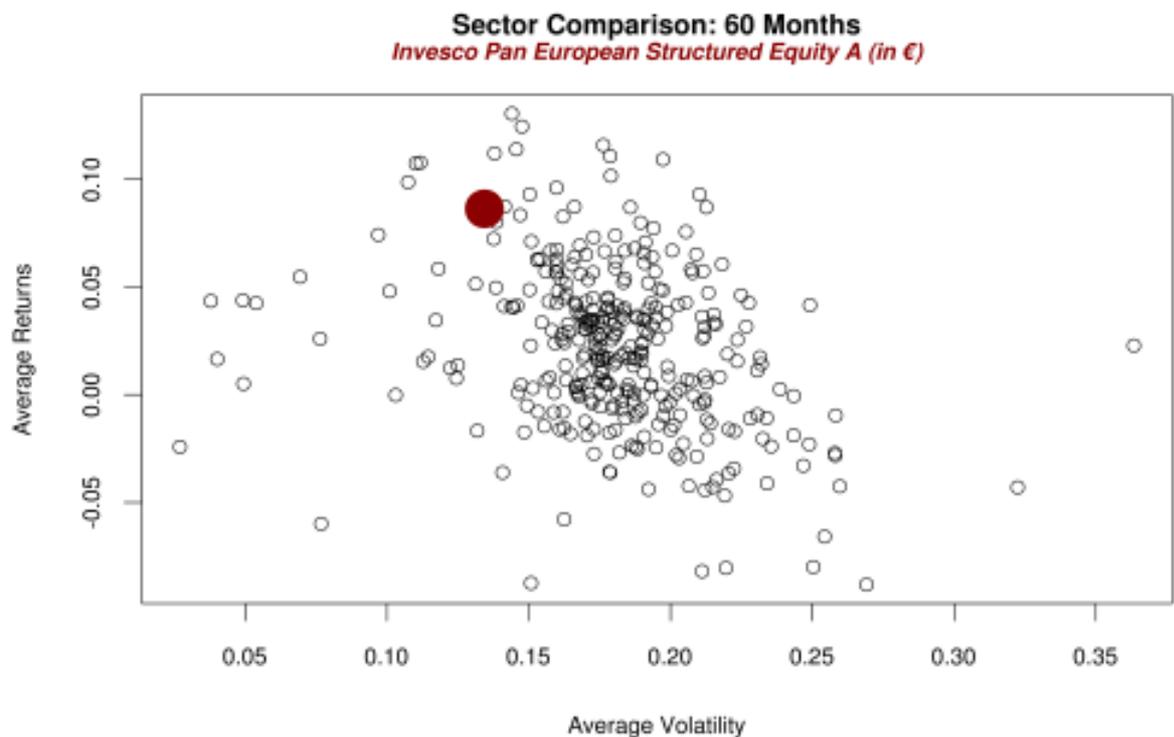
### Fund Performance



Performance Plot

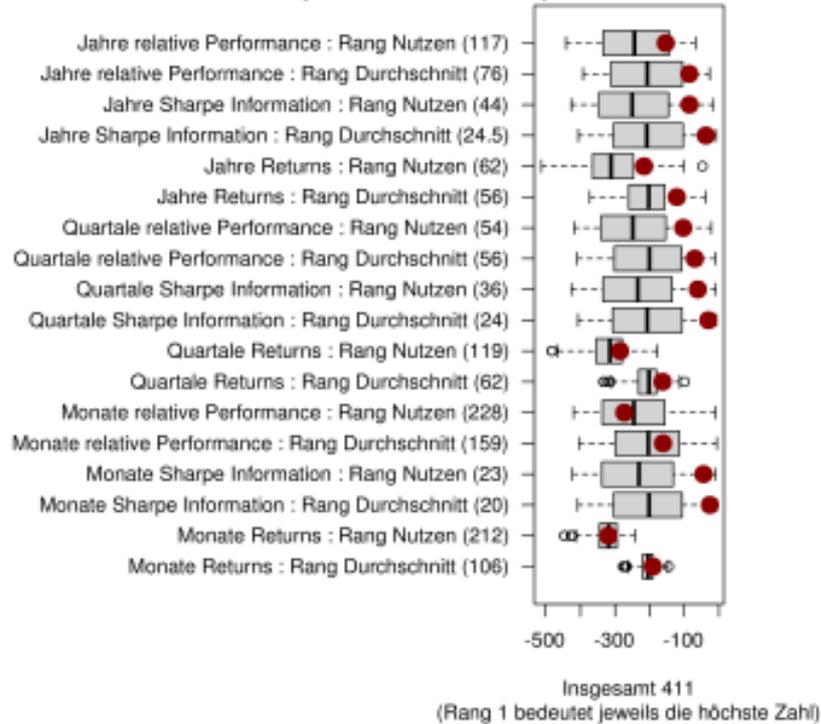


36 Monate Return-Risiko Sektorvergleich



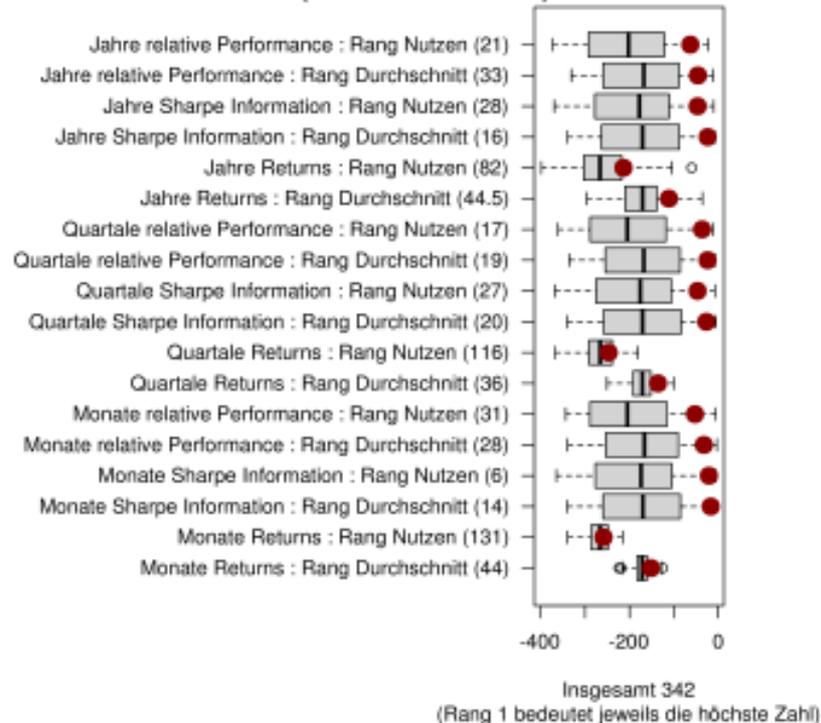
60 Monate Return-Risiko Sektorvergleich

**Invesco Pan European Structured Equity A  
(in €)  
Sektor Rang: 73 ; 3 Jahre  
(Stand : 2013-08-31)**



36 Monate Rating Drilldown

**Invesco Pan European Structured Equity A  
(in €)  
Sektor Rang: 28 ; 5 Jahre  
(Stand : 2013-08-31)**



60 Monate Rating Drilldown

# Investec European Equity A Gr Inc USD

*Out of the Ordinary™*



# Investec

Asset Management

**Ansprechpartner Retail**



**Ansprechpartner institutionelles Geschäft**



**Fondsmanager**



| <b>Firma</b>                                | <b>Investec Asset Management</b> |
|---|----------------------------------|
| Strasse, Nr.                                | 25 Basinghall Street             |
| PLZ   | London                           |
| Ort   | United Kingdom                   |
| Ansprechpartner - Retail                    | Michael Steiner                  |
| Telefon                                     | +49 69 2424 8572                 |
| Fax   | +44 (0)20 7597 1919              |
| E-Mail                                      | Michael.Steiner@investecmail.com |
| Ansprechpartner - institutionelles Geschäft | Michael Steiner                  |
| Telefon                                     | +49 69 2424 8572                 |
| Fax   | +44 (0)20 7597 1919              |
| E-Mail                                      | Michael.Steiner@investecmail.com |
| Fondsmanager                                | Ken Hsia                         |
| Telefon                                     |                                  |
| Fax   |                                  |
| E-Mail                                      |                                  |
| Web-Site                                    | www.investecassetmanagement.com  |

## Der Fondsmanager und sein Fonds

### Part 1:

- The background of the fund manager: What makes the fund manager so special?

Ken Hsia has worked in the asset management industry for over 19 years. After completing his studies, he started at Fidelity Investments where he worked as an analyst covering equities on a pan-European basis for eight years. With the belief that there are other ways to manage money, Hsia moved to MoVa Investment Partners, a hedge fund which he co-founded. There he helped to develop a four factor investment process, and focused on European small cap stocks. He was also involved in managing a portfolio focused on European small and mid cap stocks.

After two years at MoVa Investment Partners, he moved to Investec Asset Management, where he has worked since 2004. Hsia joined the 4Factor team and found commonality with the investment process he had developed and used in his previous role. Hsia initially started as an analyst looking at the services sector, but given his experience and insight, it was not long before he took on fund management responsibilities, running the UK Unconstrained strategy in 2004. In 2006, he moved to cover the industrials sector as an analyst. In 2012, Hsia took over as the lead manager of the onshore and offshore European Equity Funds, having shadowed Nigel Hankin. Hankin, who ran the Funds since these were brought inhouse, remains as the alternate manager.

Hsia has lived in the UK since 1981, initially studying in Scotland and later Oxford, where he completed a doctorate in Organic Chemistry. He is also an associate member of the UK Society of Investment Professionals (UKSIP).

- Does the fund manager have special relations with certain regions / countries?

Hsia has extensive experience managing European portfolios and analysing European stocks. As Hsia highlights: "Europe is home to some of the strongest brands and franchise in the world." He adds that several years after the financial crisis we are seeing evidence of industries in Europe rationalise – in other words taking down capacity to match demand, which has resulted in higher returns, cashflow and an enhancement of shareholder value.

- Which investment style is pursued by the fund manager and why?

Hsia's investment process is style and size agnostic. It looks to exploit market inefficiencies in the stock market through other market participants' behavioural biases. "The Fund's respectable performance has been achieved through the disciplined use of the 4Factor investment process," explains Hsia.

The 4Factor investment process, proprietary to Investec Asset Management, focuses on four key criteria when selecting stocks; strategy, value, earnings and technicals (share price momentum). The 4Factor process has been used by Investec Asset Management for over 12 years and is employed across many of the firm's global and regional equity portfolios.

### **Second part:**

- The investment philosophy and style specifically for this fund - Dealing with particular factors and circumstances which influence the performance:

The key ingredient for long term outperformance is a consistent and repeatable, evidence based investment process. We take a bottom-up approach to investing and building high conviction portfolios. The 4Factor investment process, as mentioned, scores stocks according to four equally weighted factors. Each individual factor is a source of outperformance in its own right, but taken together and equally weighted, we believe they can provide more stable and consistent returns.

### **Das besondere Know-how**

Hsia's prior experience managing European portfolios and analysing European stocks placed him in a good position to drive forward the Fund. Hsia believes the foundation of a successful investment team is experience and a clear, cohesive philosophy. The Fund leverages global expertise through integrated teamwork with a team of highly experienced global sector specialists.

### **Investmentchancen im Segment**

The current outlook of the Fund continues to be good, with strong 4Factor ideas supported with decent active positions. With these ideas Hsia is finding good steers from each of the four factors. This sanguine view is supported by the bottom-up analysis of the stocks held in the Fund, where even in a stilted growth environment we have found industries where competition has reduced, enhancing returns and hence valuations for the companies which benefit. We believe this environment will prove to be quite unique when we look back.

By sector, the Fund is most overweight technology, diversified financials and transportation and underweight food, beverages & tobacco, telecommunication services and energy. By country the Fund is most overweight Netherlands and UK and underweight France and Sweden.

**Top 10 Holdings (Datum: 30.09.2013) %**

|                            |      |
|----------------------------|------|
| Teleperformance            | 3.3  |
| Reed Elsevier N.V.         | 3.1  |
| TUI Travel Plc             | 3.0  |
| ARYZTA AG                  | 2.8  |
| National Express Group Plc | 2.8  |
| Novartis AG                | 2.7  |
| ING Groep N.V.             | 2.7  |
| Playtech Plc               | 2.5  |
| Nutreco Nv                 | 2.4  |
| Bayer AG                   | 2.3  |
| Anteil Top 10 insgesamt    | 27.6 |

Anzahl der Positionen insgesamt 59

**Marktrisiko (Datum: 30.09.2013) Fonds (%)**

|                |       |
|----------------|-------|
| United Kingdom | 37.3  |
| Germany        | 13.6  |
| Netherlands    | 9.2   |
| Switzerland    | 8.8   |
| France         | 8.7   |
| Norway         | 5.5   |
| Spain          | 3.2   |
| Belgium        | 3.0   |
| Italy          | 2.6   |
| Ireland        | 1.6   |
| Denmark        | 1.6   |
| Total          | 95.04 |

| <b>Sektor (Datum: 30.09.2013)</b> | <b>Fonds (%)</b> | <b>Benchmark (%)</b> | <b>Differenz</b> |
|-----------------------------------|------------------|----------------------|------------------|
| Financials                        | 22.12            | 21.46                | 0.66             |
| Industrials                       | 18.84            | 13.92                | 4.92             |
| Consumer Discretionary            | 16.80            | 10.96                | 5.84             |
| Health Care                       | 11.81            | 14.50                | -2.69            |
| Information Technology            | 10.25            | 4.39                 | 5.87             |
| Consumer Staples                  | 6.27             | 12.49                | -6.22            |
| Energy                            | 4.64             | 6.06                 | -1.42            |
| Materials                         | 4.51             | 7.42                 | -2.92            |
| Telecommunication Services        | 1.69             | 4.90                 | -3.21            |

| <b>Währungsengagement (Datum: 30.09.2013)</b> | <b>%</b> |
|---|----------|
| British Pounds                                | 38.17    |
| Danish Krone                                  | 1.62     |
| Euro  | 42.81    |
| Hungarian Forint                              | 0.79     |
| Norwegian Krone                               | 5.46     |
| Polish Zloty                                  | 0.70     |
| Swiss Franc                                   | 8.81     |
| Cash  | 1.64     |
| Total   | 100      |
| Sonstiges                                     |          |

Insgesamt

## Investec European Equity A Gr Inc USD (in €)

### Ergebnis

Der Fonds Investec European Equity A Gr Inc USD (in €) erzielte im TELOS-Quant Rating über 3 Jahre eine Wertung von 5 Diamanten. Weiterhin erzielte der Fonds über 5 Jahre eine Wertung von 4 Diamanten.



### Erläuterung zum Rating

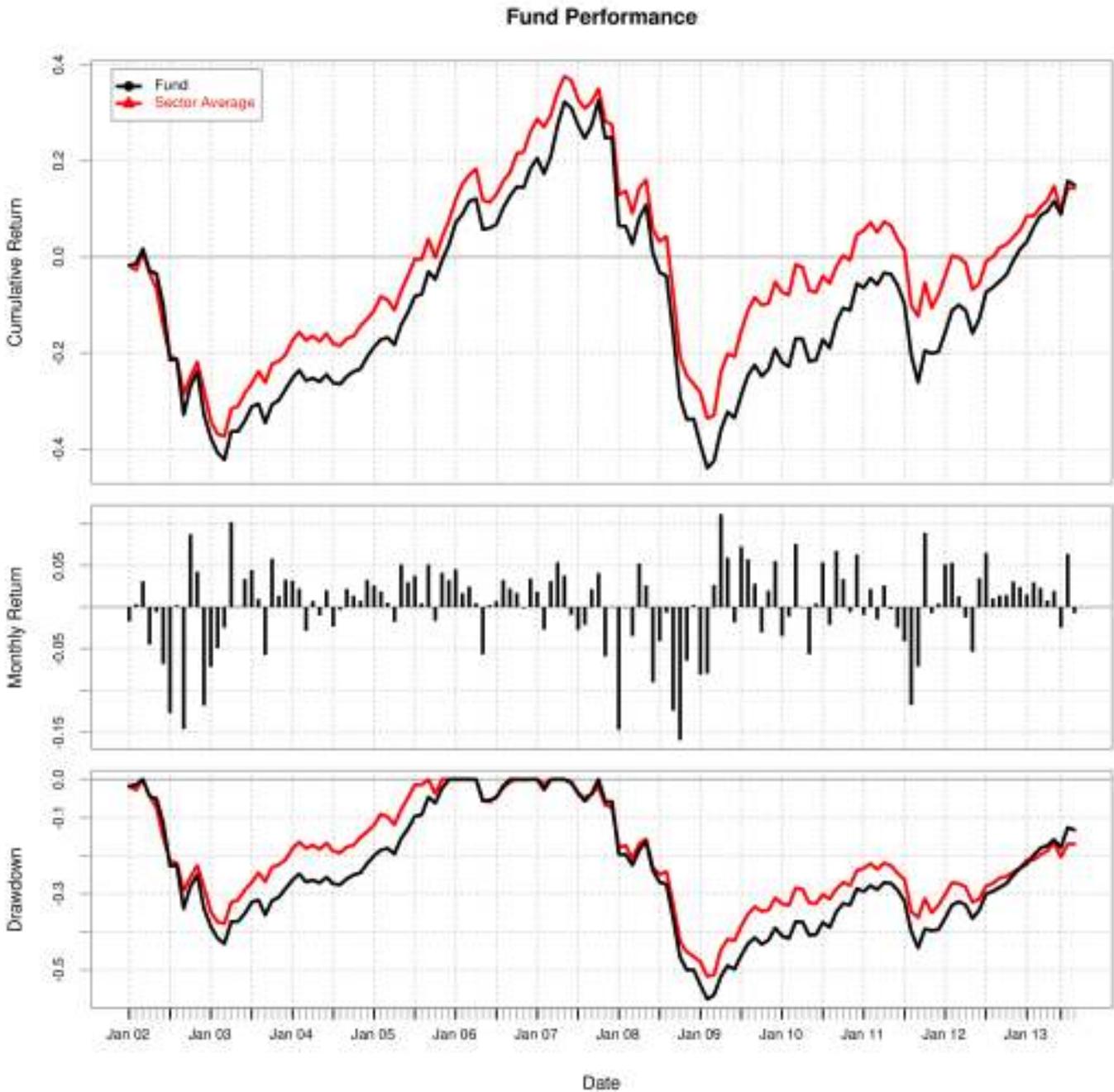
Die Bewertungsskala beim Telos Quant Rating reicht von 5 Diamanten (beste) bis 1 Diamanten (schlechteste). Dabei entsprechen 5 Sterne dem Quantil 80-100 (besten 20%), 4 Sterne dem Quantil 60-80, 3 Sterne dem Quantil 40-60 (Mitte), 2 Sterne dem Quantil 20-40, und 1 Stern dem Quantil 0-20 (schlechteste).

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.

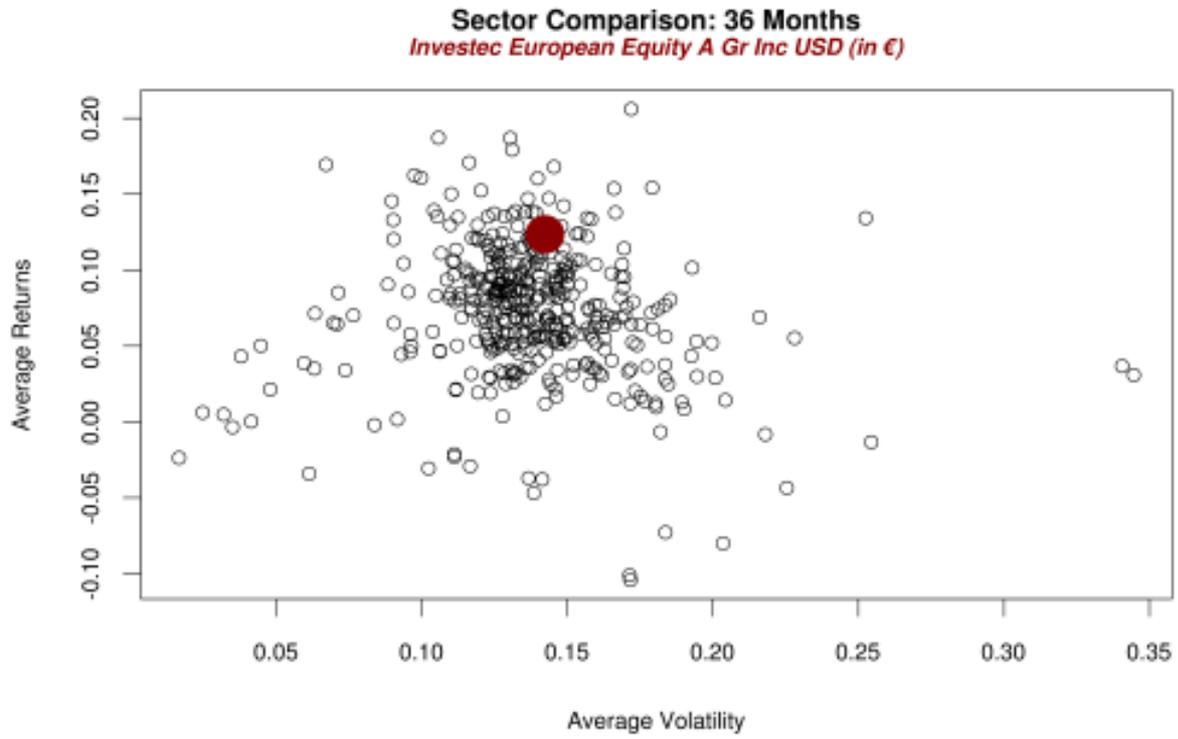
## Investec European Equity A Gr Inc USD (in €)

|                    |  |
|--------------------|--|
| Launch.Date        | 1985-01-25   |
| Fund.Size.m.       | 67.7   |
| Fund.Size.Date     | 2013-07-31   |
| Initial.Charge     | 5  |
| Annual.Charge      | 1.5  |
| Yield              | 0.65   |
| Sector             | GM Equity - Europe   |
| Fund.Type          | Offshore FSA   |
| Asset.Class        | Equity   |
| TER                |  |
| Fund.Benchmark     | MSCI Europe Net (TR) Index   |
| Fund.Manager       | Ken Hsia   |
| Fund.Manager.Since | 2012-04-01   |
| Start.of.data      | 1985-01-25   |
| diamonds.3Y        |    |
| diamonds.5Y        |  |

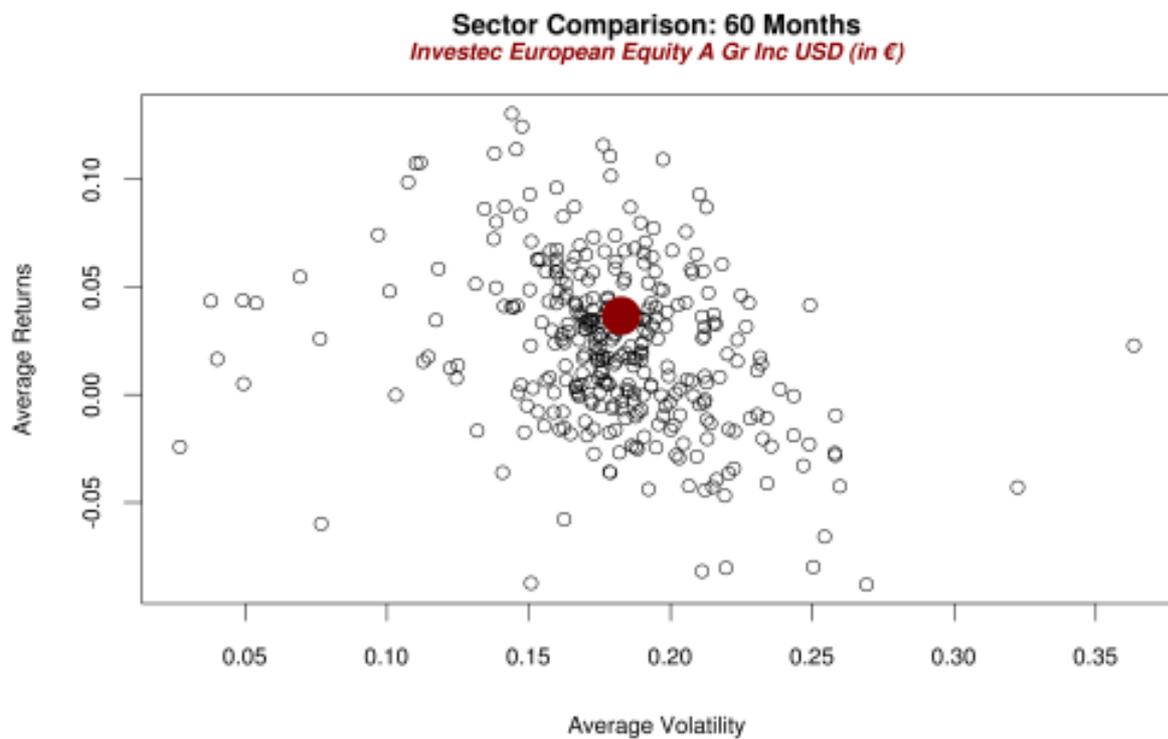
|                       | 2008   | 2009  | 2010  | 2011   | 2012  | 2013  |
|-----------------------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|
| Jan                   | -14.71 | -8.09 | -3.49 | -0.95  | 5.12  | 1.50  |
| Feb                   | -0.06  | -7.99 | -1.14 | 2.17   | 5.30  | 2.96  |
| Mar                   | -3.48  | 2.65  | 7.58  | -1.46  | 1.29  | 2.29  |
| Apr                   | 5.21   | 11.13 | -0.06 | 2.61   | -1.23 | 0.79  |
| May                   | 2.59   | 5.91  | -5.67 | -0.25  | -5.36 | 1.92  |
| Jun                   | -9.01  | -1.84 | 0.41  | -2.46  | 3.48  | -2.47 |
| Jul                   | -4.09  | 7.22  | 5.37  | -4.10  | 6.47  | 6.37  |
| Aug                   | -0.68  | 5.72  | -2.13 | -11.75 | 1.03  | -0.71 |
| Sep                   | -12.39 | 2.79  | 6.73  | -7.12  | 1.38  |       |
| Oct                   | -15.95 | -3.03 | 3.35  | 8.90   | 1.44  |       |
| Nov                   | -6.42  | 1.97  | -0.61 | -0.72  | 3.05  |       |
| Dec                   | 0.23   | 5.52  | 6.31  | 0.43   | 2.40  |       |
| <b>Fund</b>           | -46.84 | 21.92 | 16.78 | -15.03 | 26.60 | 13.11 |
| <b>Sector Average</b> | -42.26 | 28.78 | 10.42 | -11.94 | 14.58 | 8.19  |



Performance Plot

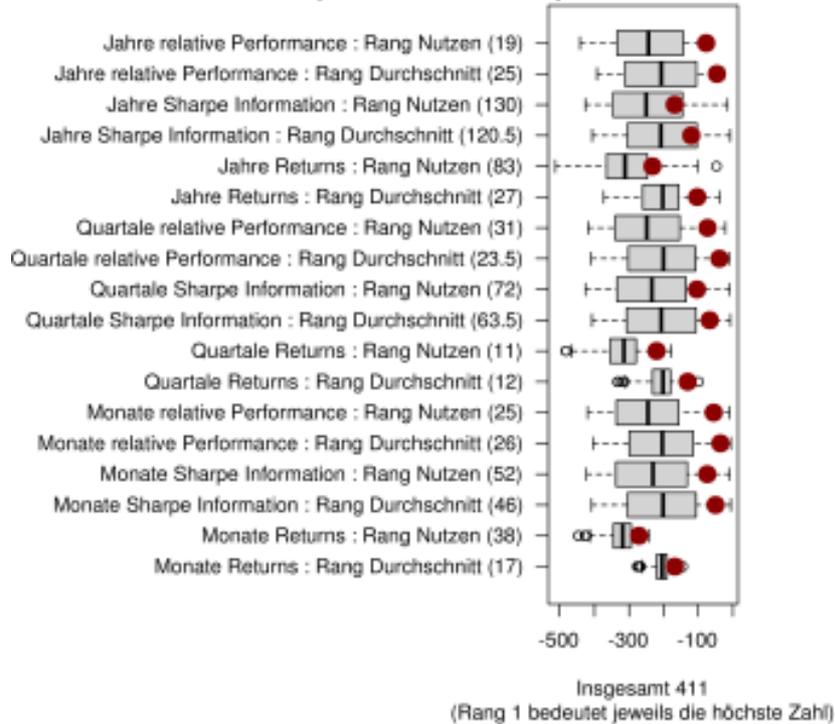


36 Monate Return-Risiko Sektorvergleich



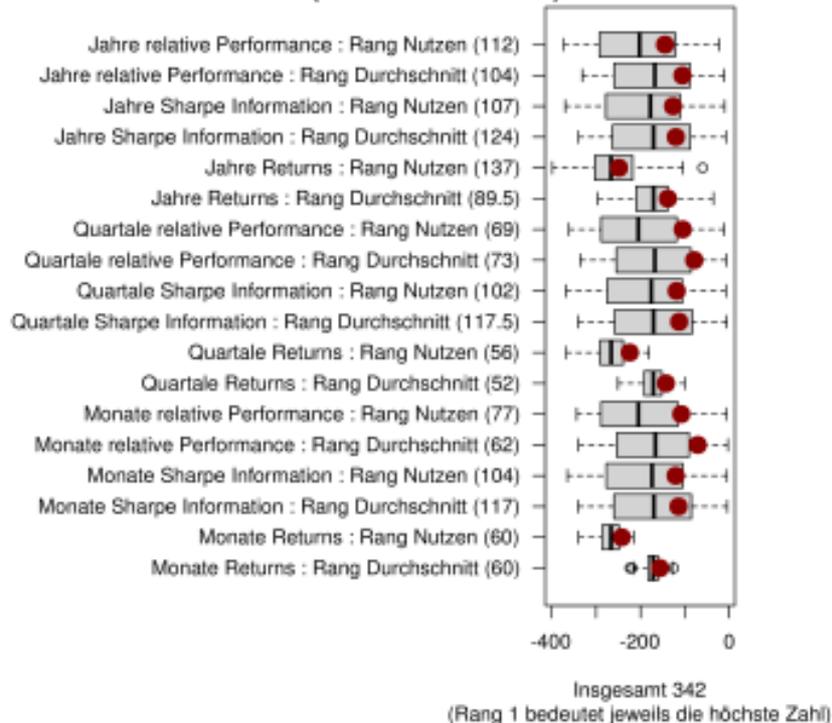
60 Monate Return-Risiko Sektorvergleich

**Investec European Equity A Gr Inc USD (in €)**  
**Sektor Rang: 35 ; 3 Jahre**  
**( Stand : 2013-08-31 )**



36 Monate Rating Drilldown

**Investec European Equity A Gr Inc USD (in €)**  
**Sektor Rang: 80 ; 5 Jahre**  
**( Stand : 2013-08-31 )**



60 Monate Rating Drilldown

# Jupiter European Opportunities L Acc EUR

|                          |                                     |
|--------------------------|-------------------------------------|
| <b>Firma</b>             | <b>Jupiter Asset Management</b>     |
| Strasse, Nr.             | 1 Grosvenor Place                   |
| PLZ                      | SW1X 7JJ                            |
| Ort                      | London                              |
| Ansprechpartner - Retail | Peter Peterburs                     |
| Telefon                  | +49 (0) 69 7593 7136                |
| Fax                      | +44 (0) 20 7412 0705                |
| E-Mail                   | ppeterburs@jupiterinternational.com |

## Der Fondsmanager und sein Fonds

### Cédric de Fonclare - Fund Manager

- 14 years at Jupiter
- €1.4bn AUM, of which 59% in Europe ex-UK mandates, 41% pan-European

| <b>Cedric de Fonclare Assets</b>       | <b>Verantwortlich seit</b> | <b>€</b>          |
|--|----------------------------|-------------------|
| Spezialfondsmandate                    | 2005                       | 65 Mio.           |
| CCR Centrale Croissance Europe         | 2005                       | 359 Mio.          |
| Jupiter European Opportunities         | 2003                       | 174 Mio.          |
| European Special Situations Fund       | 2005                       | 920 Mio.          |
| <b>Cedric de Fonclare Assets Total</b> |                            | <b>1.518 Mio.</b> |

### Greg Herbert - Assistant Fund Manager

- 8 years at Jupiter, of which 6 on European equities team
- Assistant to Cedric since 2007
- Manager of UK domiciled global equity strategy, European portion of a global equity strategy, two European equity strategies, and Co-manager of Jupiter Global Equities (SICAV)

| <b>Gregory Herbert Assets</b>          | <b>Verantwortlich seit</b> | <b>€</b>          |
|--|----------------------------|-------------------|
| European % of a global equity strategy | 2012                       | 50.6 Mio.         |
| UK domiciled European Equity Fund      | 2013                       | 54.3 Mio.         |
| <b>Gergory Herbert Assets Total</b>    |                            | <b>104.9 Mio.</b> |

### Das besondere Know-how

- Der **Jupiter European Opportunities (LU0260086623)** investiert breit diversifiziert in europäische Unternehmen. Das Portfolio setzt sich zu jedem Zeitpunkt aus ca. 45 bis 60 Unternehmen zusammen. Eine strikte Bewertungsdisziplin ist ein essentieller Aspekt der Investmentphilosophie, ebenso wie strenge Risikokontrollen.
- Es handelt sich um einen klassischen Stock-Picking-Ansatz, den der erfahrene Fondsmanager **Cedric de Fonclare** mit einer Art „Macro Overlay“ abrundet.
- Was die Gewichtung gegenüber dem FTSE World Europe betrifft, versucht Cedric de Fonclare auf internationale Unternehmen mit starken Bilanzen zu setzen, die nur in geringem Maße politischen Risiken ausgesetzt sind. Übergewichtet sind deshalb tendenziell Industriewerte, Basic Materials, Technologie und Health Care, während Öl und Gas, Konsumgüter und Financials untergewichtet sind.
- Es lassen sich unabhängig vom aktuellen Makroumfeld weiterhin exzellent geführte europäische Unternehmen finden, die vom globalen Wachstum profitieren. Cedric de Fonclare konzentriert sich primär auf europäische Unternehmen aus Ländern, die seit langer Zeit Exportnationen sind.

| <b>Top 10 Holdings (Datum: 30.09.2013) %</b> |       |
|--|-------|
| Continental                                  | 3.32  |
| UBS  | 2.91  |
| Safran                                       | 2.59  |
| Bayer  | 2.57  |
| The Swatch Group                             | 2.50  |
| Sanofi                                       | 2.46  |
| Deutsche Boerse                              | 2.43  |
| SAP  | 2.40  |
| Adidas                                       | 2.36  |
| Ryanair                                      | 2.34  |
| Anteil Top 10 insgesamt                      | 25.88 |
| Anzahl der Positionen insgesamt              | 59.00 |

| <b>Marktrisiko (Datum: 30.09.2013) Fonds (%) Benchmark (%) Differenz</b> |       |       |       |
|--|-------|-------|-------|
| United Kingdom   | 30.70 | 32.55 | -1.85 |
| France   | 13.33 | 14.09 | -0.76 |
| Switzerland  | 14.38 | 13.49 | 0.89  |
| Germany  | 18.89 | 13.13 | 5.76  |
| Sweden   | 4.36  | 4.83  | -0.47 |
| Spain  |       | 4.76  |       |
| Netherlands  | 2.91  | 4.42  | -1.51 |
| Italy  | 1.85  | 3.19  | -1.34 |
| Denmark  | 2.53  | 1.79  | 0.74  |
| Belgium  |       | 1.71  |       |
| Finland  | 1.80  | 1.29  | 0.51  |
| Norway   | 2.54  | 1.17  | 1.37  |

| <b>Sektor (Datum: 30.09.2013) Fonds (%) Benchmark (%) Differenz</b> |       |       |       |
|---|-------|-------|-------|
| Financials  | 19.62 | 22.02 | -2.40 |
| Consumer Goods  | 16.55 | 17.33 | -0.78 |
| Industrials   | 18.28 | 12.49 | 5.79  |
| Health Care   | 10.79 | 10.95 | -0.16 |
| Oil & Gas   | 2.60  | 9.12  | -6.52 |
| Basic Materials   | 13.27 | 8.62  | 4.65  |
| Consumer Services   | 7.16  | 6.93  | 0.23  |
| Telecommunications  | 2.94  | 5.37  | -2.43 |
| Utilities   |       | 4.04  |       |

| <b>Währungsengagement (Datum: 30.09.2013) %</b> |        |
|---|--------|
| CHF   | 14.38  |
| DKK   | 2.53   |
| EUR   | 42.58  |
| GBP   | 30.70  |
| NOK   | 2.54   |
| SEK   | 4.36   |
| Grand Total                                     | 97.08  |
| Sonstiges                                       | 2.92   |
| Insgesamt                                       | 100.00 |

## Jupiter European Opportunities L Acc EUR (in €)

### Ergebnis

Der Fonds Jupiter European Opportunities L Acc EUR (in €) 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).

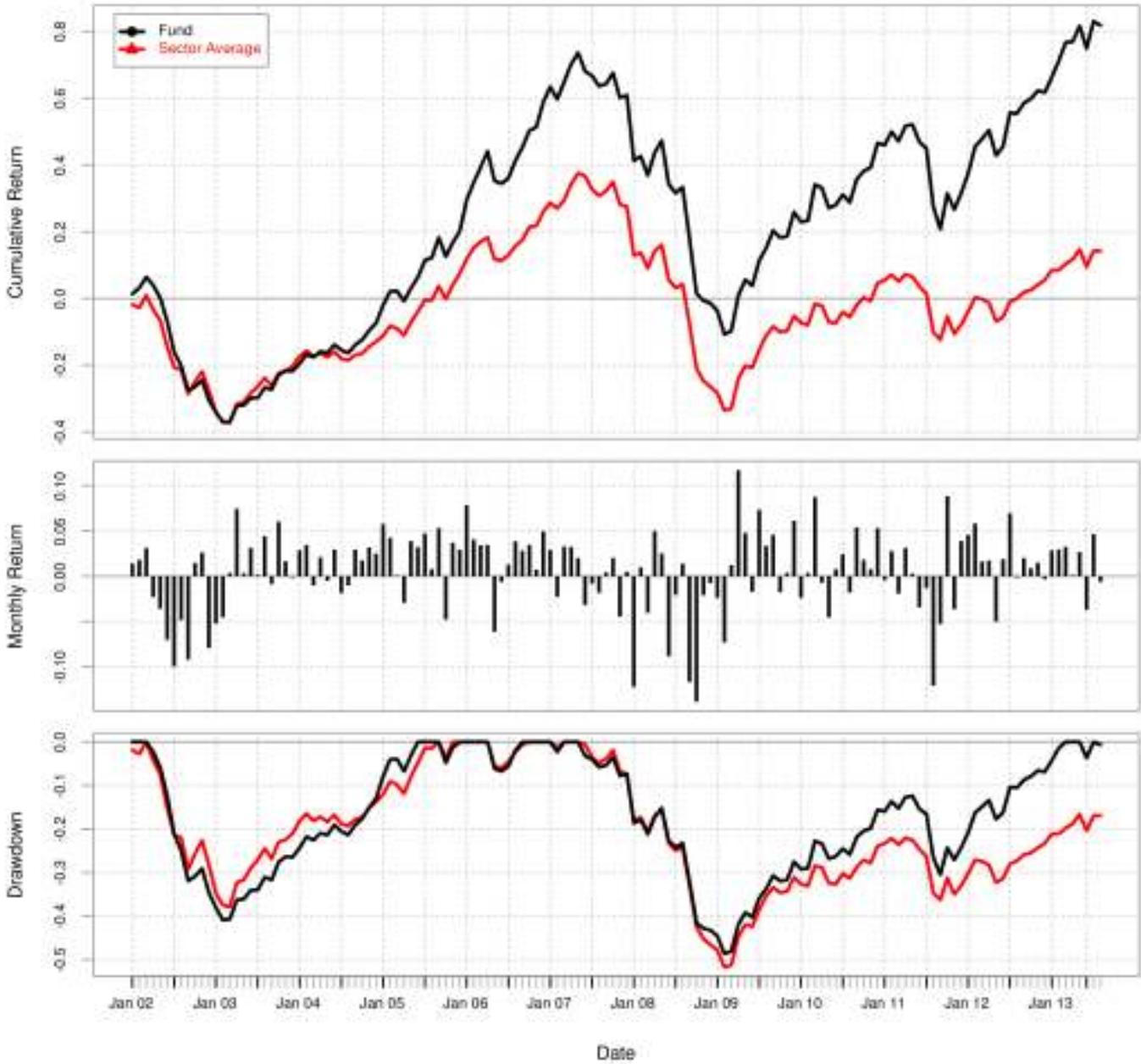
Das Quant Rating wird rein auf Grundlage der Performance Historie gegenüber der Peergroup bestimmt. Neben monatlichen, vierteljährlichen und jährlichen Renditen finden ebenfalls die Outperformance Wahrscheinlichkeit gegenüber dem Sektordurchschnitt, risikoadjustierte Performancemaße sowie diverse Risikomaße/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

## Jupiter European Opportunities L Acc EUR (in €)

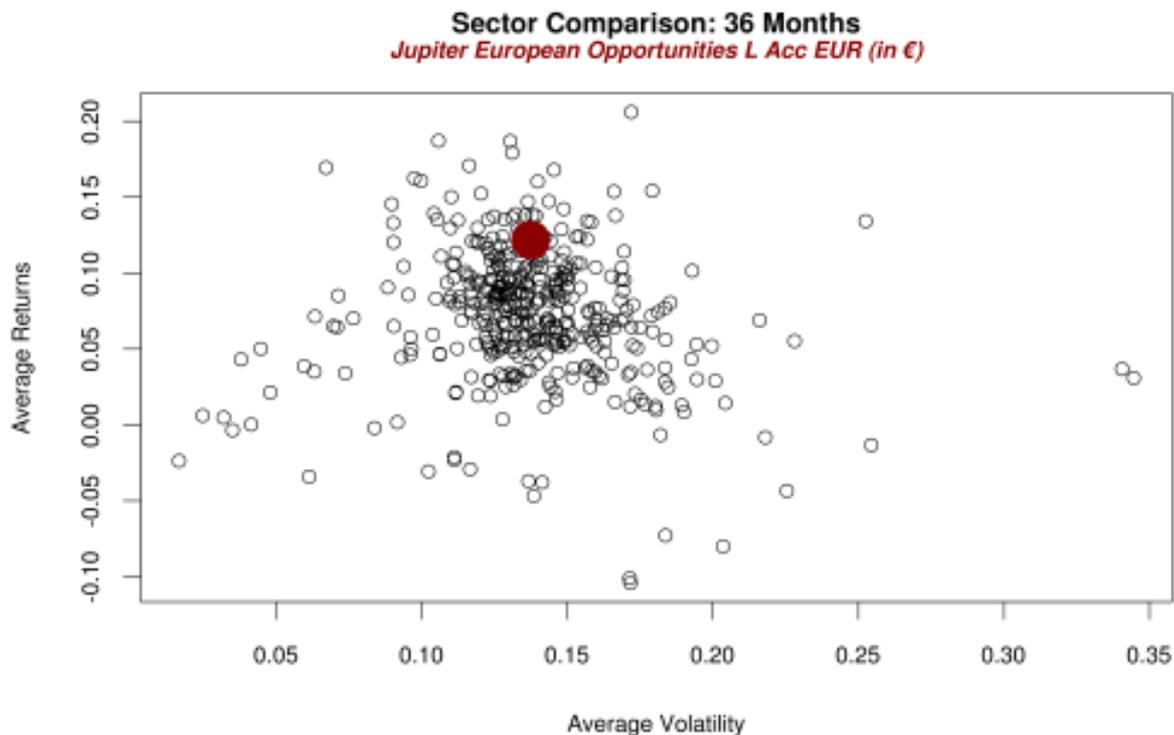
|                    |  |
|--------------------|--|
| Launch.Date        | 2001-08-17   |
| Fund.Size.m.       | 168.2  |
| Fund.Size.Date     | 2013-07-31   |
| Initial.Charge     | 5  |
| Annual.Charge      | 1.5  |
| Yield              | NA   |
| Sector             | GM Equity - Europe   |
| Fund.Type          | Offshore FSA   |
| Asset.Class        | Equity   |
| TER                |  |
| Fund.Benchmark     | FTSE World Europe Index TR   |
| Fund.Manager       | Cedric de Fonclare   |
| Fund.Manager.Since | 2003-01-01   |
| Start.of.data      | 2001-08-17   |
| diamonds.3Y        |    |
| diamonds.5Y        |  |

|                       | 2008          | 2009         | 2010         | 2011          | 2012         | 2013         |
|-----------------------|---------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|
| Jan                   | -12.19        | -2.38        | -2.37        | -0.44         | 4.54         | 2.83         |
| Feb                   | 0.98          | -7.31        | 0.35         | 2.78          | 5.81         | 2.95         |
| Mar                   | -4.04         | 1.19         | 8.73         | -1.92         | 1.61         | 3.24         |
| Apr                   | 4.98          | 11.69        | -0.72        | 3.12          | 1.73         | 0.12         |
| May                   | 2.52          | 4.76         | -4.56        | 0.28          | -5.03        | 2.65         |
| Jun                   | -8.83         | -1.72        | 0.76         | -3.43         | 1.87         | -3.70        |
| Jul                   | -2.06         | 7.29         | 2.41         | -1.31         | 6.96         | 4.63         |
| Aug                   | 1.38          | 3.35         | -1.79        | -12.06        | -0.14        | -0.64        |
| Sep                   | -11.67        | 4.54         | 5.38         | -5.27         | 1.99         |              |
| Oct                   | -13.85        | -1.77        | 1.81         | 8.83          | 0.87         |              |
| Nov                   | -2.10         | 0.36         | 0.77         | -3.65         | 1.47         |              |
| Dec                   | -0.75         | 6.11         | 5.28         | 3.87          | -0.33        |              |
| <b>Fund</b>           | <b>-38.70</b> | <b>27.67</b> | <b>16.43</b> | <b>-10.25</b> | <b>22.93</b> | <b>12.45</b> |
| <b>Sector Average</b> | <b>-42.26</b> | <b>28.78</b> | <b>10.42</b> | <b>-11.94</b> | <b>14.58</b> | <b>8.19</b>  |

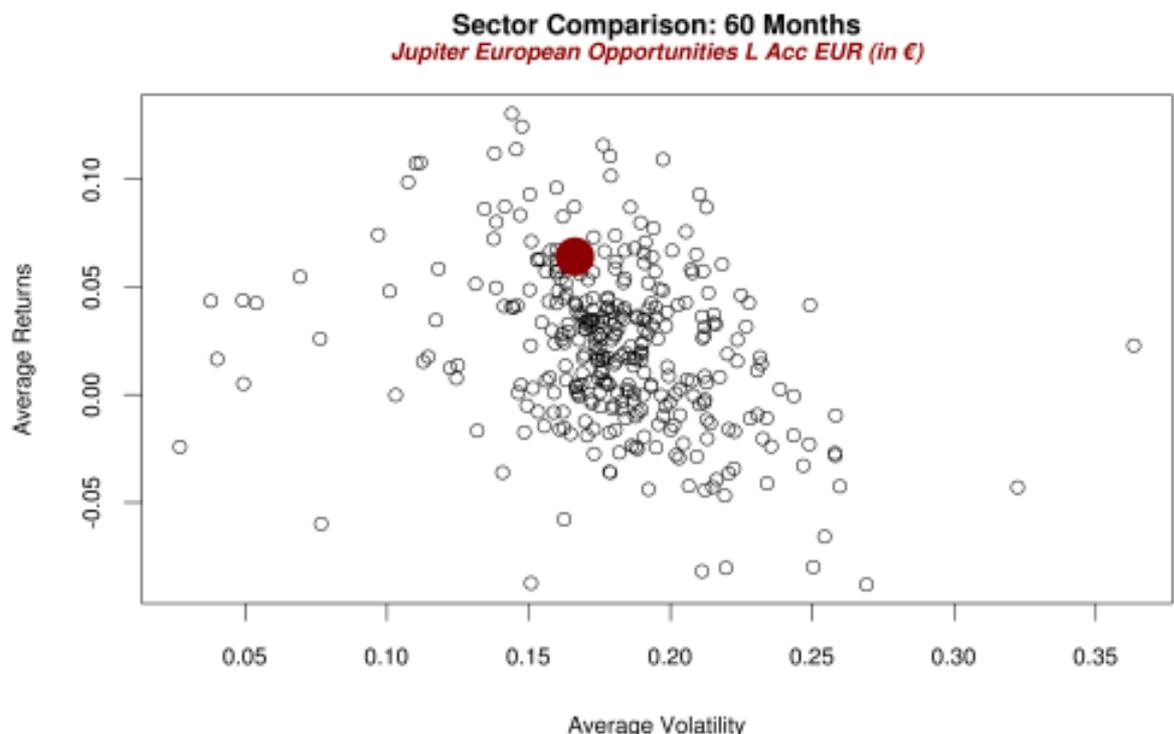
### Fund Performance



Performance Plot

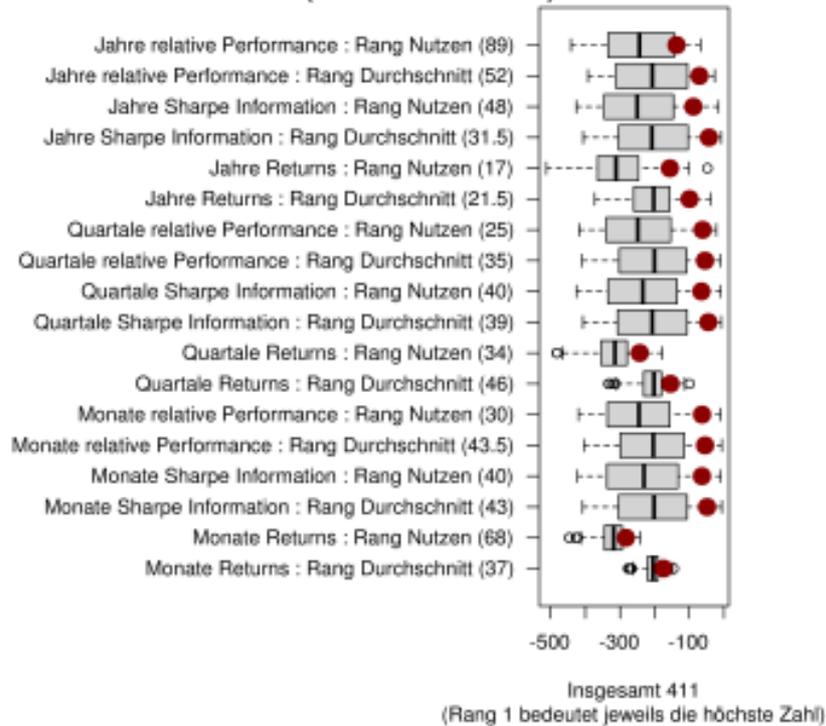


36 Monate Return-Risiko Sektorvergleich



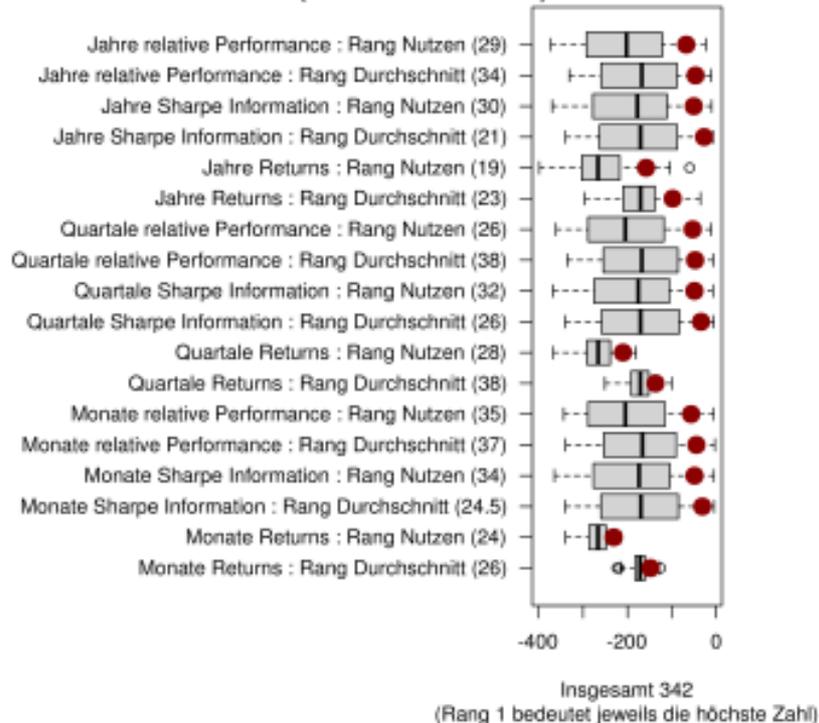
60 Monate Return-Risiko Sektorvergleich

**Jupiter European Opportunities L Acc EUR  
(in €)  
Sektor Rang: 27 ; 3 Jahre  
( Stand : 2013-08-31 )**



36 Monate Rating Drilldown

**Jupiter European Opportunities L Acc EUR  
(in €)  
Sektor Rang: 20 ; 5 Jahre  
( Stand : 2013-08-31 )**



60 Monate Rating Drilldown

# Lazard Global Active Pan European Equity EUR

# LAZARD

ASSET MANAGEMENT

## Ansprechpartner Retail



## Ansprechpartner institutionelles Geschäft



## Fondsmanager



| <b>Firma</b>                                | <b>Lazard Asset Management</b> |
|---|--------------------------------|
| Strasse, Nr.                                | Neue Mainzer Straße 75         |
| PLZ   | 60311                          |
| Ort   | Frankfurt am Main              |
| Ansprechpartner - Retail                    | Moritz Kraus                   |
| Telefon                                     | +41 43 244 8714                |
| Fax   | +41 43 244 8729                |
| E-Mail                                      | Moritz.Kraus@lazard.com        |
| Ansprechpartner - institutionelles Geschäft | Gudrun Nagel                   |
| Telefon                                     | +49 69 50606 142               |
| Fax   | +49 69 50606 206               |
| E-Mail                                      | Gudrun.Nagel@lazard.com        |
| Fondsmanager                                | Aaron Barnfather               |
| Telefon                                     | +44 20 7588 2721               |
| Fax   | +44 20 7499 1610               |
| E-Mail                                      | Aaron.Barnfather@lazard.com    |
| Web-Site                                    | www.lazardnet.com              |

## Der Fondsmanager und sein Fonds

### Investment Team

Lazard takes a team approach to European equities, which allows for portfolio managers to benefit from their peers, and for clients to receive our best thinking. European portfolio managers Barnaby Wilson and Aaron Barnfather are supported by Lazard's global research platform, particularly drawing on the expertise of around 20 sector analysts directly responsible for European companies.

Barnaby Wilson began working in the investment field in 1998 and joined Lazard in 1999. He became a member of the European Equity team in January 2006, graduating from the role of research analyst. Barnaby has a BA (Hons) in Mathematics and Philosophy from Balliol College, Oxford University.

Aaron Barnfather leads the portfolio management team in London who are responsible for the management of European equities. He began working in the investment field in 1994 and joined Lazard in 2008 from Newton Investment Management where he was a Senior Portfolio Manager and lead manager on pan-European portfolios. He has a BA in Business Studies from the University of East London and an MSc in Investment Analysis from Stirling University. Aaron is a member of the UK Society of Investment Professionals (UKSIP).

### Investment Style

Our portfolios are constructed following a fundamentally driven bottom-up approach. There are no consistent style biases and we focus primarily on stock selection rather than exposure to sector, style or macro factors.

### Investment Philosophy & Approach

The basic tenet of our bottom-up investment philosophy is the trade-off between financial productivity and valuation – what should we expect and what should we pay? Our investment professionals look at companies in the same way that industrial and financial buyers do: comparing a company's ability to generate a sustainable cash flow return on investors' capital with its valuation. By finding companies

with sustainably high or improving financial productivity yet attractive valuations, we believe our clients can outperform their chosen benchmarks over full market cycles.

An attractive feature of our philosophy is that it has tended to produce a portfolio with lower levels of absolute volatility than the benchmark. The reason for this is that our focus on sustainable financial productivity tends to lead us to companies which have high levels of competitive advantage and pricing power. These attributes persist even in difficult economic environments which mean that typically the earnings of our companies fall less than those of the market in difficult times. This translates into share prices which hold up well in declining markets. Sustainable financial productivity has also worked well in most rising markets.

The other feature of our process is our focus on portfolio construction and in particular ensuring that we control any unintended bets in the portfolio. This leads us to a portfolio whose returns are dominated by stock selection across 50-70 individual ideas. This leads to very consistent delivery of our returns - we have outperformed in 11 of the last 13 calendar years and on a rolling three-year basis have been ahead of the market every month since May 2001 (composite returns, before fees).

### Performance Development

Our investment philosophy and process has produced a consistent pattern of return over a range of market scenarios - one that protects assets in falling markets yet participates in rising markets.

The process focuses on the quality of company's financial productivity and valuation and as such we would expect to outperform when markets are focused on fundamentals. The only periods where the fund has underperformed during the past decade can be characterised as scenarios where markets recovered sharply from a major correction with the companies with the lowest liquidity and poorest financial returns leading the way. The shape of returns overall can be characterised as being consistent, offering downside protection, low volatility and strong risk adjusted returns.

### Das besondere Know-how

We believe there are three key features of this strategy: (1) **The consistency of our performance**, which is a function of the constant application of our philosophy and process. Our risk control process ensures the portfolio's performance is driven by the 50-70 stocks we hold, rather than an exposure to macro-economic, style or other risk factors. (2) **Our risk adjusted returns**. We have delivered lower volatility in absolute terms than the peer group and the market in comparison with the MSCI Europe Index and Mercer MPA Europe universe. Combined with the strategy's consistent outperformance, this leads to very strong risk adjusted returns. (3) **Our global research platform**. We have one of the most successful emerging market franchises in the world, as well as strong franchises in the US, Australia and Japan. The information and insights that the analysts from these regions can share with our European analysts gives us a crucial edge in understanding global companies in Europe.

### Investmentchancen im Segment

We believe the market consistently underestimates the power of compounding returns, undervaluing companies with sustainably high returns on capital. Europe is a fantastic hunting ground for companies which are mispriced relative to their financial productivity, particularly with valuations at current levels. Despite the strong performance of European equities since July 2012, European companies remain cheap relative to both their history and other markets. In addition, European equities offer the potential for earnings recovery not available elsewhere. More important, however, is the potential impact of the structural reforms taking place across the region which will ensure Europe's competitiveness for years to come. This could mean the growth outlook for Europe over the next decade is materially better than the current consensus view. From a bottom-up perspective we are finding plenty of opportunities to invest in attractive companies at compelling valuations.

**Top 10 Holdings (Datum: 31.10.2013) %**

|                                 |        |
|---------------------------------|--------|
| Novartis AG                     | 4.20%  |
| HSBC Holdings plc               | 3.85%  |
| Sanofi                          | 3.30%  |
| Bayer AG                        | 3.27%  |
| BNP Paribas SA                  | 2.68%  |
| Prudential plc                  | 2.63%  |
| Unilever NV Cert. of shs        | 2.58%  |
| SAP AG                          | 2.33%  |
| Glencore Xstrata plc            | 2.30%  |
| Standard Chartered PLC          | 2.23%  |
| Anteil Top 10 insgesamt         | 29.38% |
| Anzahl der Positionen insgesamt | 71     |

**Marktrisiko (Datum: 31.10.2013) Fonds (%) Benchmark (%) Differenz**

|                |        |        |        |
|----------------|--------|--------|--------|
| United Kingdom | 40.11% | 32.99% | +7.12% |
| Germany        | 11.70% | 13.52% | -1.82% |
| Switzerland    | 11.55% | 13.63% | -2.08% |
| France         | 8.24%  | 14.99% | -6.75% |
| Netherlands    | 4.47%  | 4.07%  | +0.40% |
| Norway         | 4.36%  | 1.26%  | +3.10% |
| Sweden         | 4.07%  | 4.78%  | -0.71% |
| Turkey         | 2.59%  | 0.00%  | +2.59% |
| Spain          | 2.38%  | 5.11%  | -2.73% |
| Belgium        | 2.24%  | 1.79%  | +0.45% |
| Sonstiges      | 8.29%  | 7.85%  | +0.44% |
| Insgesamt      | 100%   | 100%   |        |

**Sektor (Datum: 31.10.2013) Fonds (%) Benchmark (%) Differenz**

|                            |        |        |        |
|----------------------------|--------|--------|--------|
| Consumer Discretionary     | 16.37% | 9.77%  | +6.60% |
| Consumer Staples           | 12.54% | 13.68% | -1.14% |
| Energy                     | 4.44%  | 9.44%  | -5.00% |
| Financials                 | 26.49% | 22.04% | +4.45% |
| Health Care                | 15.19% | 12.28% | +2.91% |
| Industrials                | 10.33% | 11.60% | -1.27% |
| Information Technology     | 3.28%  | 3.17%  | +0.11% |
| Materials                  | 7.90%  | 7.95%  | -0.05% |
| Telecommunication Services | 2.09%  | 6.09%  | -4.00% |
| Utilities                  | 1.36%  | 3.97%  | -2.61% |

**Währungsengagement (Datum: 31.10.2013) %**

|           |        |
|-----------|--------|
| GBP       | 39.28% |
| EUR       | 38.31% |
| CHF       | 11.41% |
| NOK       | 4.52%  |
| SEK       | 4.24%  |
| DKK       | 2.25%  |
| Sonstiges |        |
| Insgesamt | 100%   |

## Lazard Global Active Pan European Equity EUR (in €)

### Ergebnis

Der Fonds Lazard Global Active Pan European Equity EUR (in €) erzielte im TELOS-Quant Rating über 3 Jahre eine Wertung von 5 Diamanten. Weiterhin erzielte der Fonds über 5 Jahre eine Wertung von 4 Diamanten.



### Erläuterung zum Rating

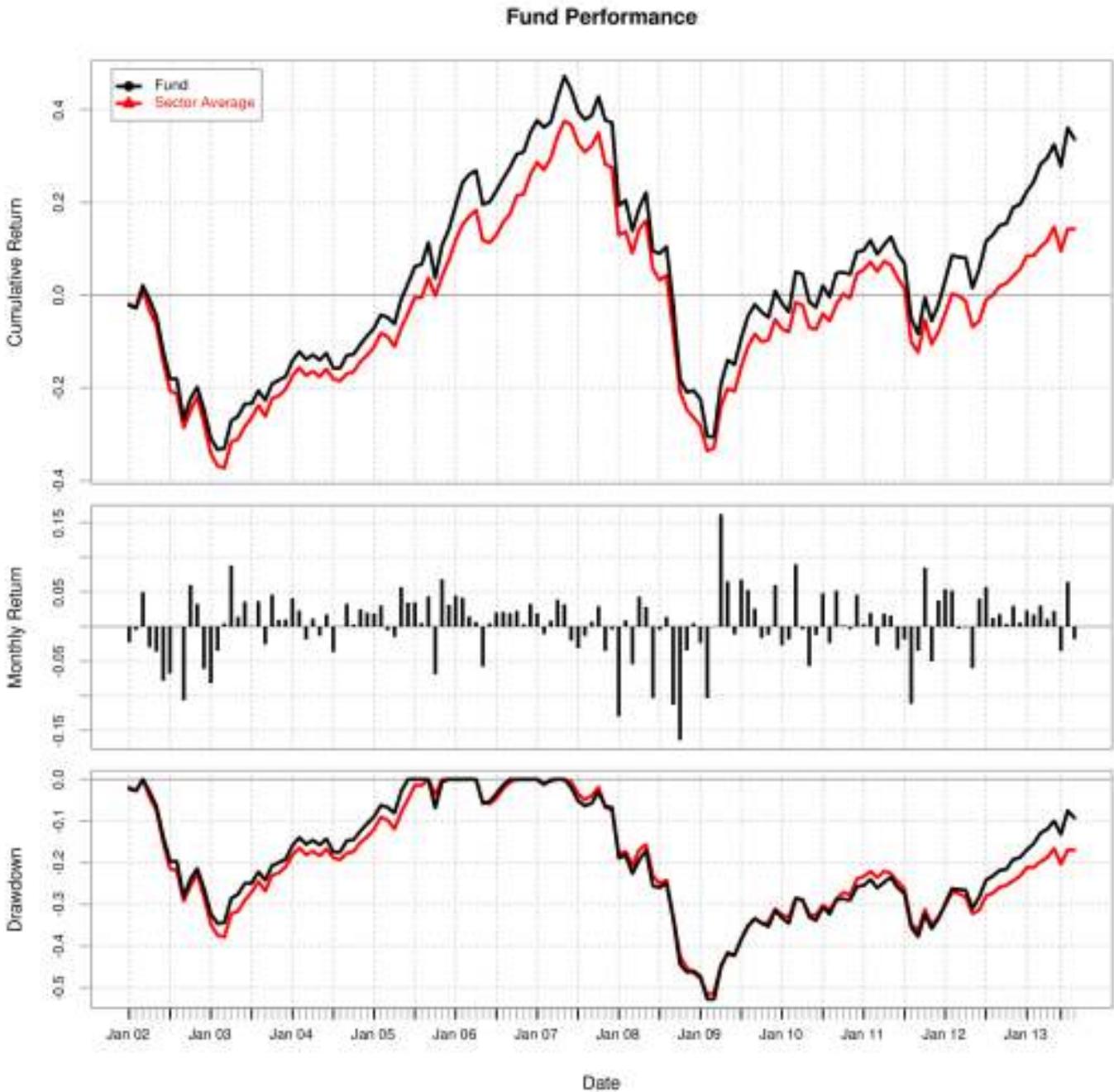
Die Bewertungsskala beim Telos Quant Rating reicht von 5 Diamanten (beste) bis 1 Diamanten (schlechteste). Dabei entsprechen 5 Sterne dem Quantil 80-100 (besten 20%), 4 Sterne dem Quantil 60-80, 3 Sterne dem Quantil 40-60 (Mitte), 2 Sterne dem Quantil 20-40, und 1 Stern dem Quantil 0-20 (schlechteste).

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.

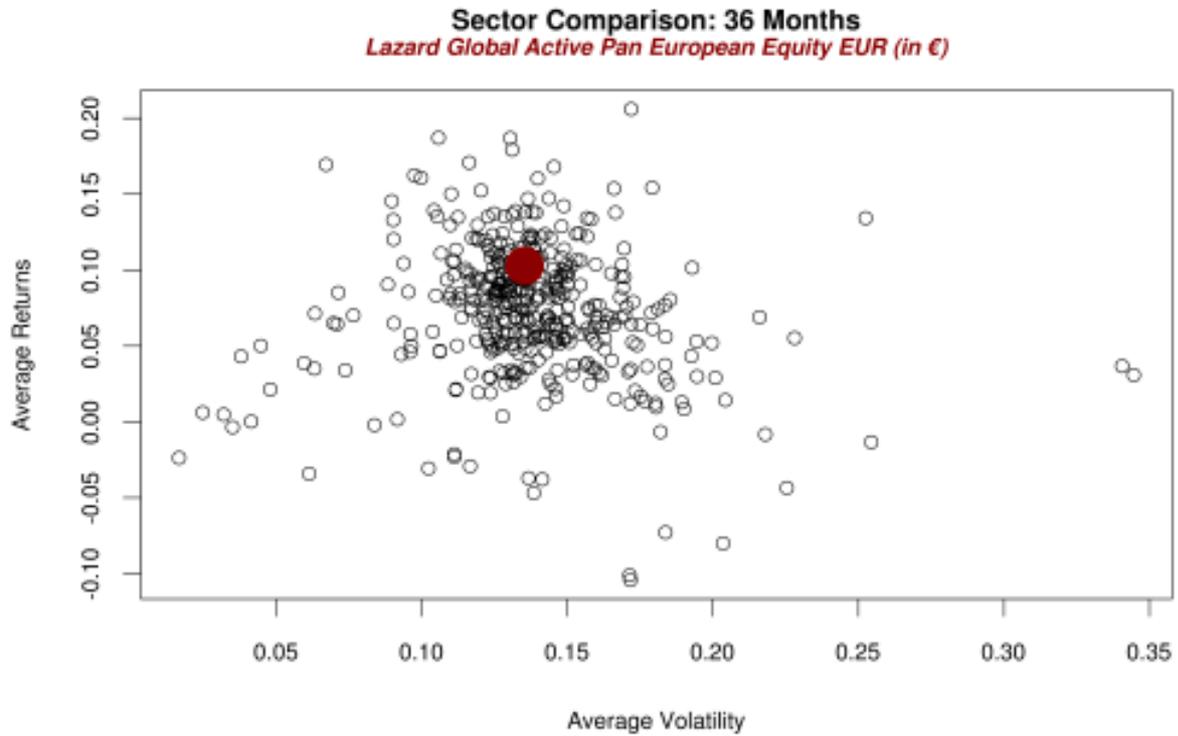
**Lazard Global Active Pan European Equity EUR  
(in €)**

|                    |  |
|--------------------|--|
| Launch.Date        | 1992-01-10   |
| Fund.Size.m.       | 1.9  |
| Fund.Size.Date     | 2013-06-30   |
| Initial.Charge     | 5  |
| Annual.Charge      | 1.5  |
| Yield              | 0.1  |
| Sector             | GM Equity - Europe   |
| Fund.Type          | Offshore FSA   |
| Asset.Class        | Equity   |
| TER                |  |
| Fund.Benchmark     | MSCI Europe  |
| Fund.Manager       | Aaron Barnfather, Barnaby Wilson   |
| Fund.Manager.Since | 2008-12-01   |
| Start.of.data      | 1996-06-28   |
| diamonds.3Y        |   |
| diamonds.5Y        |  |

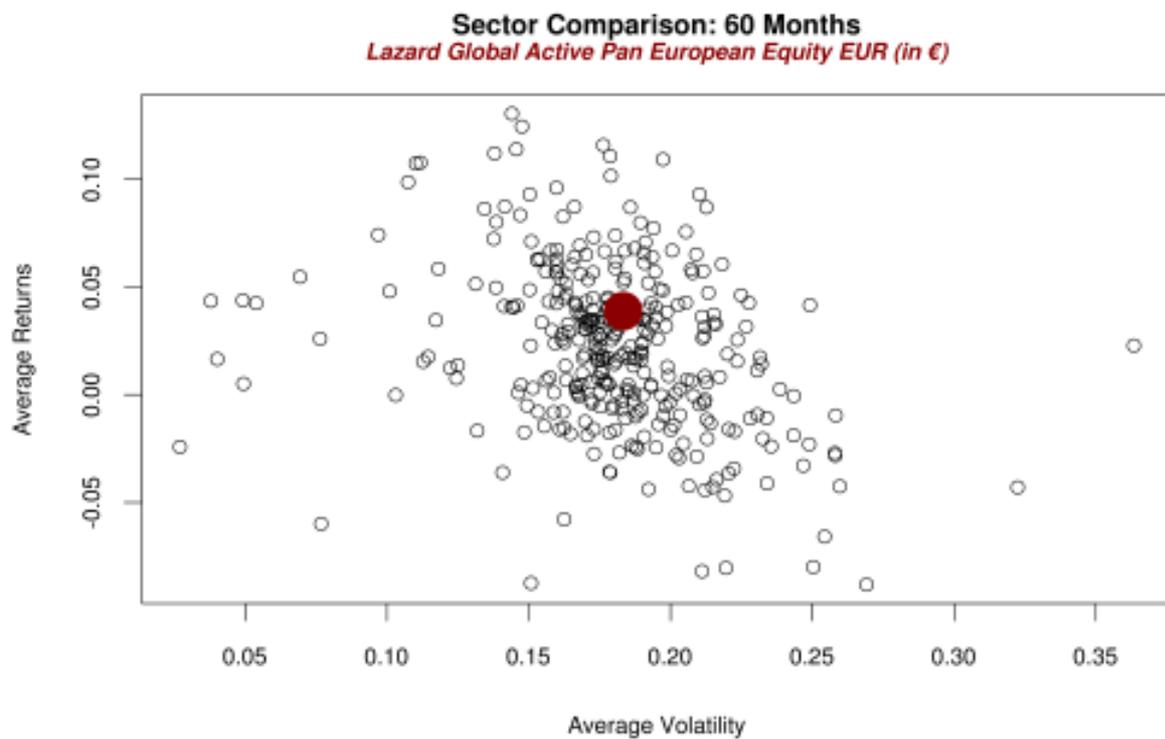
|                       | 2008   | 2009   | 2010  | 2011   | 2012  | 2013  |
|-----------------------|--------|--------|-------|--------|-------|-------|
| Jan                   | -12.98 | -2.38  | -2.70 | 0.36   | 5.36  | 2.31  |
| Feb                   | 0.91   | -10.34 | -1.85 | 1.97   | 5.17  | 1.71  |
| Mar                   | -5.43  | -0.05  | 8.96  | -2.70  | -0.34 | 3.02  |
| Apr                   | 4.30   | 16.21  | -0.42 | 1.85   | -0.14 | 1.08  |
| May                   | 2.80   | 6.47   | -5.74 | 1.59   | -6.03 | 2.24  |
| Jun                   | -10.32 | -1.14  | -1.21 | -3.27  | 4.00  | -3.52 |
| Jul                   | -0.50  | 6.75   | 4.79  | -1.85  | 5.68  | 6.43  |
| Aug                   | 1.37   | 5.25   | -2.39 | -11.16 | 1.24  | -1.80 |
| Sep                   | -11.30 | 2.57   | 5.17  | -3.49  | 1.79  |       |
| Oct                   | -16.41 | -1.67  | 0.17  | 8.52   | 0.38  |       |
| Nov                   | -3.44  | -1.18  | -0.40 | -5.02  | 2.99  |       |
| Dec                   | 0.47   | 5.99   | 4.57  | 3.74   | 0.57  |       |
| <b>Fund</b>           | -42.07 | 27.00  | 8.29  | -10.32 | 22.03 | 11.71 |
| <b>Sector Average</b> | -42.26 | 28.78  | 10.42 | -11.94 | 14.58 | 8.19  |



Performance Plot

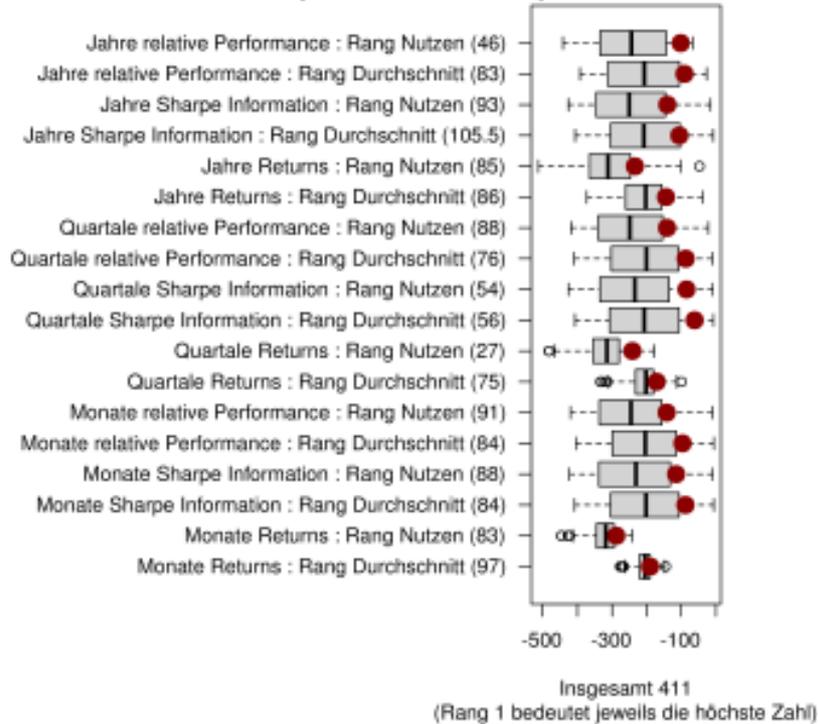


36 Monate Return-Risiko Sektorvergleich



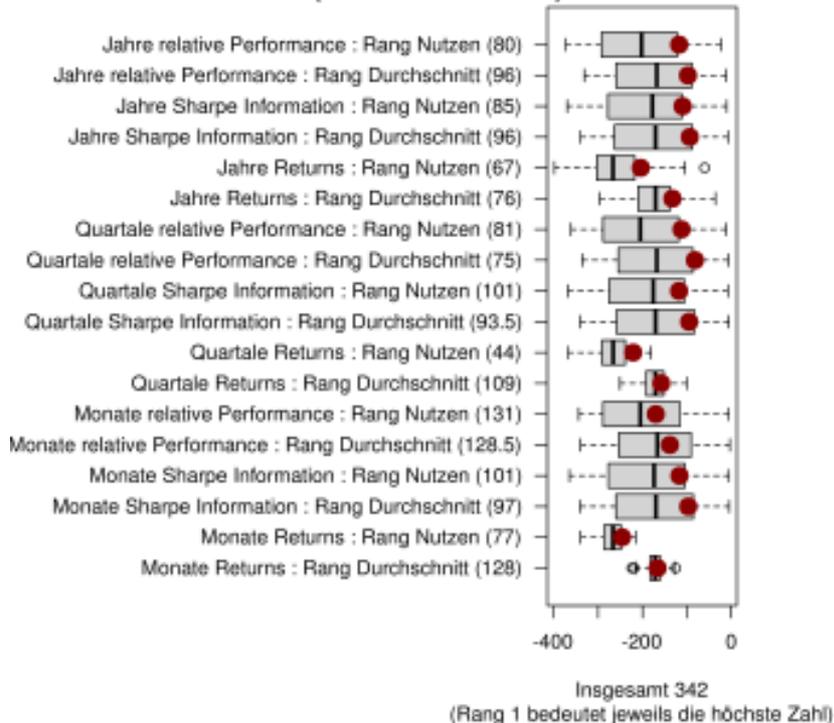
60 Monate Return-Risiko Sektorvergleich

**Lazard Global Active Pan European Equity**  
**EUR (in €)**  
**Sektor Rang: 66 ; 3 Jahre**  
**( Stand : 2013-08-31 )**



36 Monate Rating Drilldown

**Lazard Global Active Pan European Equity**  
**EUR (in €)**  
**Sektor Rang: 83 ; 5 Jahre**  
**( Stand : 2013-08-31 )**



60 Monate Rating Drilldown

# Metzler European Growth A

## METZLER

### *Asset Management*

Ansprechpartner - Kundenbetreuung / Akquisition



Fondsmanager



|   |                                      |
|---|--------------------------------------|
| <b>Firma</b>                                    | <b>Metzler Asset Management GmbH</b> |
| Strasse, Nr.                                    | Große Gallusstraße 18                |
| PLZ   | 60311                                |
| Ort   | Frankfurt am Main                    |
| Ansprechpartner - Kundenbetreuung / Akquisition | Thomas Schrod                        |
| Telefon   | 069 / 21 04 - 15 27                  |
| Fax   | 069 / 21 04 - 11 79                  |
| E-Mail  | TSchrod@metzler.com                  |
| Ansprechpartner - Kundenbetreuung / Akquisition |                                      |
| Telefon   |                                      |
| Fax   |                                      |
| E-Mail  |                                      |
| Fondsmanager                                    | Heiko Veit                           |
| Telefon   | 069 / 21 04 - 12 11                  |
| Fax   | 069 / 21 04 - 11 45                  |
| E-Mail  | HVeit@metzler.com                    |
| Web-Site  | www.metzler.com                      |

## Der Fondsmanager und sein Fonds

### Der Fondsmanager und sein Fonds

Das Management des Fonds Metzler European Growth liegt in der Hand eines erfahrenen Teams. Verantwortlicher Portfoliomanager ist Heiko Veit, der das Aktien-Growth-Team der Metzler Asset Management GmbH seit 2006 leitet. Zuvor war er elf Jahre im Fondsmanagement der BW-Bank tätig, zuletzt als Geschäftsführer der BW Asset Consult GmbH. Heiko Veit ist für seine Leistungen als Portfoliomanager bereits mehrfach ausgezeichnet worden, unter anderem im Rahmen der „Sauren Golden Awards“ mit zwei Goldmedaillen. Unterstützt wird Heiko Veit von Philipp Struck, der seit 2005 bei Metzler als Portfoliomanager im Aktienstrategieteam arbeitet und hier hauptsächlich für Wachstumsfonds zuständig ist.

Im Rahmen der Metzler-European-Growth-Strategie strebt Heiko Veit mit einem aktiven Portfoliomanagement eine risikoadjustierte und kontinuierliche stabile Outperformance gegenüber dem MSCI Europe Growth Net Index an. Der Schwerpunkt des Metzler European Growth liegt auf Aktien europäischer Unternehmen mit strukturellem und überdurchschnittlich hohem Wachstumspotenzial. Investiert wird überwiegend in bekannte Standardwerte (Large Caps), aber auch in wachstumsstarke MidCaps.

In der Regel enthält das European-Growth-Portfolio 60–90 Titel, ausgewählt aus einem Investmentuniversum von ungefähr 600 Unternehmen. Der Tracking Error der Strategie gegenüber der Benchmark MSCI Europe Growth Net liegt üblicherweise in einer Bandbreite zwischen 3 und 6%. Die Diversifizierung der Titel, Sektoren und Regionen ist integraler Bestandteil des Investmentprozesses.

### Der Investmentprozess

Das Kernelement unseres Aktieninvestment-Ansatzes ist ein transparenter und klar strukturierter Investmentprozess.

Im Mittelpunkt des Investmentprozesses steht die fundamentale Analyse – hier liegt der Fokus auf der Einzeltitelselektion (Bottom-up). Sie ist die wichtigste Entscheidungsebene unserer Alphastrategie. Wir ergänzen die Entscheidungsfindung um quantitative und qualitative Aspekte. Im Rahmen der quantitativen Analyse werden wachstumsorientierte Titel anhand von historischen und zukünftig zu erwartenden finanzwirtschaftlichen Kennziffern analysiert (KGV-Wachstum, EPS-Momentum, ROE-Momentum). Der Fokus in der Analyse liegt auf strukturellem Wachstum, hoher oder steigender Kapitalrentabilität sowie einer ausreichenden Bilanzqualität zur nachhaltigen Sicherung des Wachstums. Im Rahmen des Primärresearchs werden die Stärken, Schwächen, Chancen und Risiken der einzelnen Unternehmen analysiert. Um ein Unternehmen qualitativ einschätzen zu können, stehen unsere Portfoliomanager im direkten Kontakt mit dem Unternehmensmanagement. Im Fokus hierbei stehen eine langfristig ausgerichtete Strategie, innovative Geschäftsmodelle, die Marktposition, die Managementqualität und die Entwicklung der Branche. Darüber hinaus werden im Sekundärresearch Unternehmensstudien, Gewinnmodelle, Konsensusschätzungen, Kommentare und Nachrichten externer Analysten und Broker ausgewertet. Die Ergebnisse der zukunftsgerichteten, qualitativen Betrachtungen fließen in unsere quantitativ getriebene, fundamentale Bewertung ein.

Der Portfoliomanager nutzt zusätzlich die Expertise des gesamten Metzler-Aktienstrategieteam, die die Struktur einer Matrixorganisation hat. Diese Teamstruktur gewährleistet klare Verantwortlichkeiten, kurze Kommunikationswege und Transparenz zwischen den verschiedenen Metzler-Aktienstrategien. Jeder Portfoliomanager ist verantwortlich für die Analyse bestimmter Sektoren und deren Einzeltitel. Der für die jeweilige Strategie verantwortliche Senior-Portfoliomanager kann somit jederzeit auf dieses umfassende Know-how zugreifen. Ein effizienter Austausch der Teams untereinander ist sichergestellt durch regelmäßige Team-Meetings sowie eine gemeinsame Datenbank. In den Team-Meetings werden

Investmentideen, Wertentwicklungen und Research Ergebnisse ausgetauscht. Die finale Verantwortung über alle Kauf- und Verkaufs-Entscheidungen obliegt dem jeweiligen Senior-Portfoliomanager.

Die Portfoliokonstruktion liegt im Verantwortungsbereich des zuständigen Senior-Portfoliomanagers. Er stellt auf Basis der gesammelten Informationen und fundamental entwickelten Investmentopportunitäten der einzelnen Portfoliomanager das Portfolio zusammen– unter Beachtung der gesetzlichen und internen Investmentrestriktionen.

## Das besondere Know-how

### Fonds aus gutem Hause

Metzler ist ein führender Anbieter für aktives Asset-Management. Das Frankfurter Bankhaus B. Metzler seel. Sohn & Co. KGaA steht für Unabhängigkeit, Langfristigkeit, Kontinuität und Verlässlichkeit in Kombination mit Geschäftserfahrung und Kapitalmarktcompetenz. Der professionelle Rat beruht auf speziellem Know-how und auf Unabhängigkeit. Interessenkonflikte werden unter anderem dadurch vermieden, dass Metzler bewusst nicht in Emissionskonsortien vertreten ist und auf den Eigenhandel in Aktien verzichtet.

### 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. Sehr wichtig ist 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. Jeder Portfoliomanager ist als Sektorspezialist verantwortlich für die Analyse eines oder mehrerer Sektoren sowie der dazugehörigen Einzeltitel. Zusätzlich 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. Kompetenz und Erfahrung der einzelnen Fondsmanager potenzieren sich durch die enge Zusammenarbeit der Experten.

## Investmentchancen im Segment

Insgesamt ließ sich in den vergangenen Jahren beobachten, dass sich die Investoren am europäischen Aktienmarkt sehr einseitig auf defensive Aktien mit internationaler Ausrichtung, niedriger Verschuldung und hoher Dividende fokussierten. Damit versuchten sie – vor dem Hintergrund des Niedrigzinsumfeldes –, die Eigenschaften einer Anleihe durch eine Aktie zu replizieren. Das führte dazu, dass im Marktsegment der defensiven Aktien mit hoher Bilanzqualität die Kurse zum Teil deutlich stärker stiegen als die Erträge. Dementsprechend erhöhte sich auch der Bewertungsaufschlag dieser Aktien deutlich. Diese bisher sehr einseitige Fokussierung der Marktteilnehmer eröffnet Chancen bei vielen bisher eher ungeliebten Wachstumsaktien mit Geschäftsfokus auf Europa. So dürften zunehmend wieder die Unternehmen in der Gunst der Anleger steigen, die in der Aufschwungsphase überdurchschnittliche Gewinnsteigerungsraten erzielen können. In einem Umfeld, in dem der Wachstumstrend der Weltwirtschaft niedriger ist als vor der Finanzmarktkrise, sind Unternehmen mit einem hohen Gewinnwachstum zwangsläufig selten. Lassen die Turbulenzen an den Finanzmärkten nach und sinkt die Risikoaversion der Anleger, gewinnen gerade diese Unternehmen wieder an Attraktivität und dürften mit einer Prämie zum Gesamtmarkt handeln. Aufgrund der erwarteten signifikanten Wachstumsbeschleunigung in Europa dürfte dies vornehmlich auf Unternehmen mit Geschäftsfokus auf Europa zutreffen.

In den vergangenen Monaten beruhigte sich die Finanzmarktkrise, und viele Indikatoren zur Finanzmarktliquidität verbesserten sich nachhaltig. Es ist sicherlich noch zu früh, von einem Ende der Krise in Europa zu sprechen, jedoch hat sich zweifellos der Zugang der Unternehmen zu Liquidität

infolge der Rettungsmaßnahmen verbessert, und die Finanzierungsrisiken für die Unternehmen sind gesunken. Dadurch erhöht sich der Anreiz für Unternehmen, die Kapitaleffizienz durch Unternehmensübernahmen, Aktienrückkäufe oder Dividendenmaßnahmen zu optimieren. In den USA ist der Trend zur Optimierung der Kapitaleffizienz schon im vollen Gange. Wie schon so oft in der Vergangenheit dürfte dieser Trend verzögert auch nach Europa schwappen. Für Investoren bieten sich hierbei durch entsprechendes Stock-Picking große Chancen.

Unternehmen, die in diesem Umfeld noch ein überdurchschnittliches organisches Wachstum erzielen können, dürften zunehmend an Attraktivität für die Anleger gewinnen. Dies gilt umso mehr, als europäische Aktien insgesamt derzeit im historischen Vergleich attraktiv bewertet sind und speziell Unternehmen mit dynamischem Ertragswachstum im anhaltend volatilen Marktumfeld überproportional profitieren dürften. Vor diesem Hintergrund sollten europäische Wachstumswerte mit strukturellem, dynamischem Wachstum eine wichtige Rolle in jedem Aktienportfolio einnehmen.

**Top 10 Holdings (Datum: 31.10.2013) %**

|                                 |        |
|---------------------------------|--------|
| SAP AG O.N.                     | 3,91 % |
| BG GRP PLC LS-,10               | 3,68 % |
| BAYER AG NA                     | 3,54 % |
| NOVARTIS NAM. SF 0,50           | 3,41 % |
| SVENSKA CELL.B FRIA SK10        | 3,15 % |
| ROCHE HLDG AG GEN.              | 3,09 % |
| SCHNEIDER ELEC. INH. EO 4       | 2,91 % |
| RECKITT BENCK.GRP LS -,10       | 2,81 % |
| KERRY GRP PLC A EO-,125         | 2,78 % |
| DANONE S.A. EO -,25             | 2,76 % |
| Anteil Top 10 insgesamt         | 32,04% |
| Anzahl der Positionen insgesamt | 99,82% |

**Marktrisiko (Datum: 31.10.2013) Fonds (%) Benchmark (%) Differenz**

|                |       |        |         |
|----------------|-------|--------|---------|
| Deutschland    | 17,32 | 10,81  | 6,51    |
| Schweiz        | 16,87 | 22,63  | - 5,76  |
| Frankreich     | 16,35 | 12,90  | 3,46    |
| Großbritannien | 13,59 | 31,08  | - 17,49 |
| Schweden       | 11,09 | 5,46   | 5,63    |
| Irland         | 7,76  | 0,55   | 7,21    |
| Dänemark       | 5,00  | 2,87   | 2,13    |
| Niederlande    | 4,89  | 4,81   | 0,08    |
| Belgien        | 2,38  | 3,03   | - 0,65  |
| Österreich     | 2,30  | 0,39   | 1,92    |
| Sonstiges      | 2,28  | 5,47   | -3,19   |
| Insgesamt      | 99,82 | 100,00 | 0,18    |

**Sektor (Datum: 31.10.2013) Fonds (%) Benchmark (%) Differenz**

|   |       |       |       |
|---|-------|-------|-------|
| Pharmazeutika, Biotechnologie & Biowissenschaften | 16,42 | 15,95 | 0,47  |
| Lebensmittel, Getränke & Tabak                    | 11,88 | 20,20 | -8,31 |
| Roh-, Hilfs- & Betriebsstoffe                     | 8,79  | 6,25  | 2,53  |
| Haushaltsartikel & Körperpflegeprodukte           | 7,49  | 3,42  | 4,08  |
| Investitionsgüter                                 | 7,39  | 11,98 | -4,59 |
| Software & Dienste                                | 6,18  | 2,52  | 3,66  |
| Halbleiter & Geräte zur Halbleiterproduktion      | 5,42  | 1,54  | 3,88  |
| Energie   | 4,67  | 3,73  | 0,94  |
| Diversifizierte Finanzdienste                     | 4,44  | 4,69  | -0,26 |

| <b>Sektor (Datum: 31.10.2013)</b>           | <b>Fonds (%)</b> | <b>Benchmark (%)</b> | <b>Differenz</b> |
|---|------------------|----------------------|------------------|
| Gesundheitswesen: Ausstattung & Dienste     | 3,63             | 2.23                 | 1.40             |
| Gebrauchsgüter & Bekleidung                 | 3,57             | 5.06                 | -1.49            |
| Groß- & Einzelhandel                        | 3,30             | 2.20                 | 1.10             |
| Banken                                      | 3,14             | 3.74                 | -0.60            |
| Transportwesen                              | 2,90             | 1.00                 | 1.90             |
| Medien                                      | 2,56             | 3.46                 | -0.89            |
| Hardware & Ausrüstung                       | 2,07             | 0.83                 | 1.24             |
| Gewerbliche Dienste & Betriebsstoffe        | 1,37             | 2.30                 | -0.93            |
| Lebensmittel- und Basisartikel Einzelhandel | 1,30             | 0.75                 | 0.55             |
| Verbraucherdienste                          | 1,22             | 1.43                 | -0.22            |
| Telekommunikationsdienste                   | 1,13             | 1.71                 | -0.59            |
| Automobile & Komponenten                    | 0,98             | 1.30                 | -0.32            |
| Versicherung                                | --               | 2,70                 | -2.70            |
| Immobilien                                  | --               | 0,61                 | -0.61            |
| Betriebsmittel                              | --               | 0,40                 | -0.40            |

| <b>Währungsengagement (Datum: 31.10.2013) %</b> |       |
|---|-------|
| EUR   | 49,87 |
| GBP   | 19,71 |
| CHF   | 14,33 |
| SEK   | 11,09 |
| DKK   | 5,00  |
| Sonstiges                                       |       |

Insgesamt

## Metzler European Growth A (in €)

### Ergebnis

Der Fonds Metzler European Growth A (in €) 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

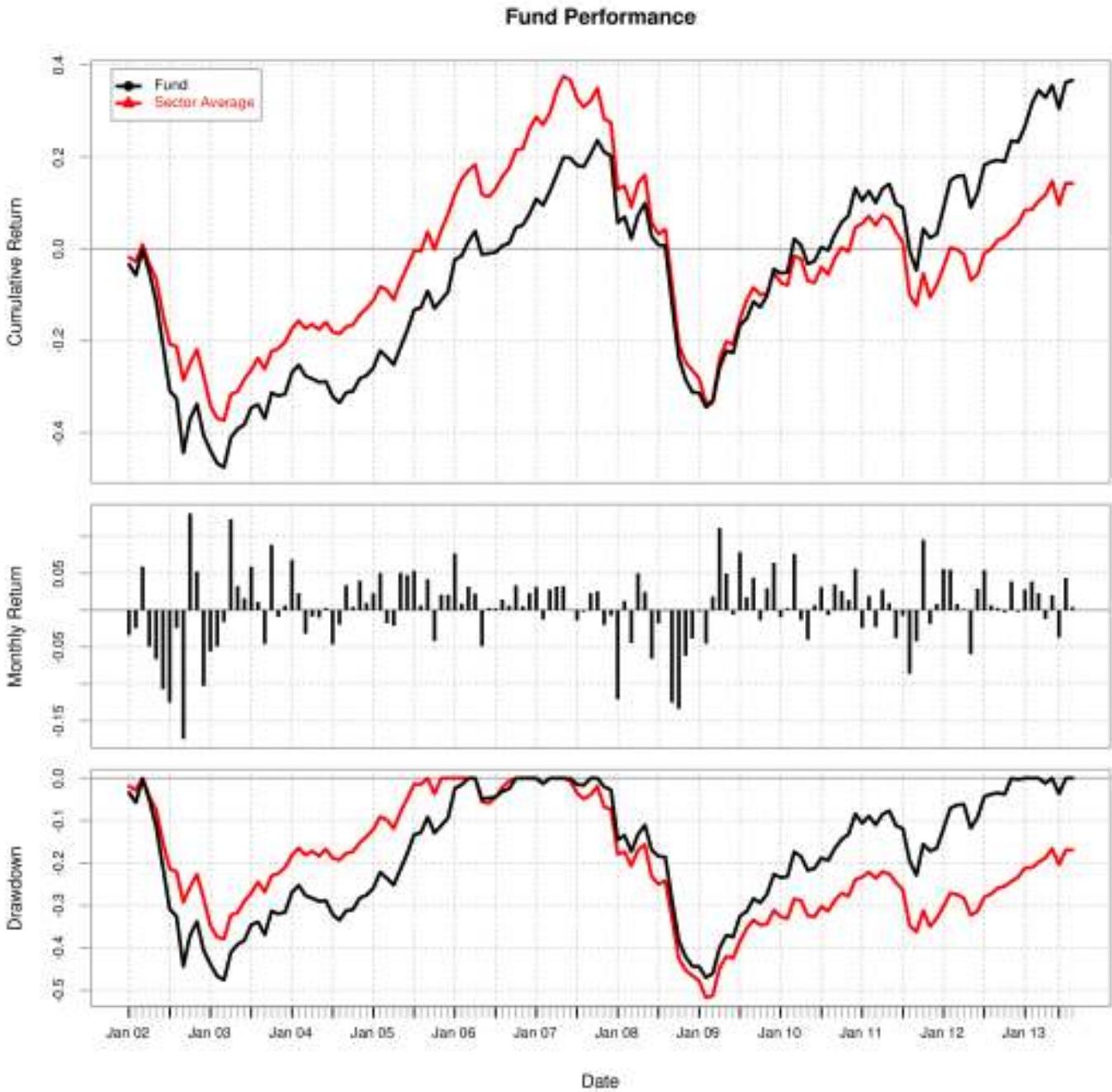
Die Bewertungsskala beim Telos Quant Rating reicht von 5 Diamanten (beste) bis 1 Diamanten (schlechteste). Dabei entsprechen 5 Sterne dem Quantil 80-100 (besten 20%), 4 Sterne dem Quantil 60-80, 3 Sterne dem Quantil 40-60 (Mitte), 2 Sterne dem Quantil 20-40, und 1 Stern dem Quantil 0-20 (schlechteste).

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.

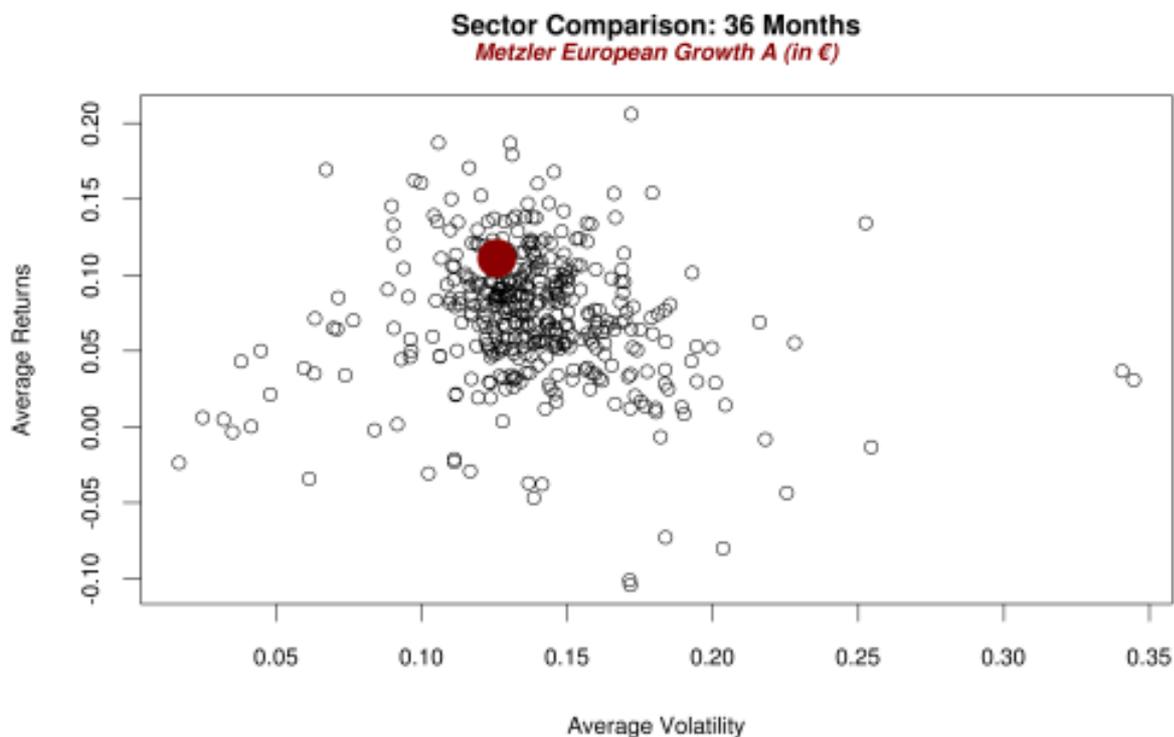
**Metzler European Growth A (in €)**

|                    |  |
|--------------------|--|
| Launch.Date        | 1998-01-02   |
| Fund.Size.m.       | 216.1  |
| Fund.Size.Date     | 2013-07-31   |
| Initial.Charge     | 5  |
| Annual.Charge      | 1.5  |
| Yield              | NA   |
| Sector             | GM Equity - Europe   |
| Fund.Type          | Other Offshore Funds   |
| Asset.Class        | Equity   |
| TER                |  |
| Fund.Benchmark     | MSCI Europe Growth   |
| Fund.Manager       | Heiko Veit, Philipp Struck   |
| Fund.Manager.Since | 2006-10-01   |
| Start.of.data      | 1998-01-02   |
| diamonds.3Y        |    |
| diamonds.5Y        |  |

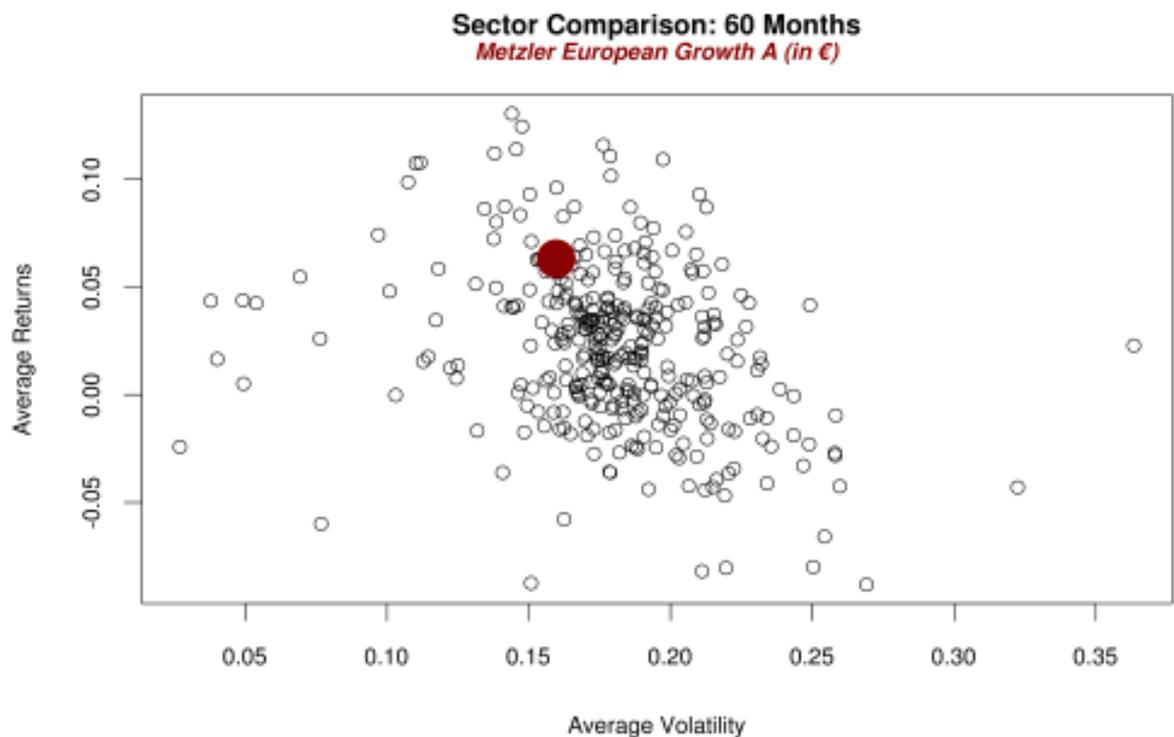
|                       | 2008   | 2009  | 2010  | 2011   | 2012  | 2013  |
|-----------------------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|
| <b>Jan</b>            | -12.08 | -0.20 | -0.97 | -2.44  | 5.55  | 2.78  |
| <b>Feb</b>            | 1.22   | -4.56 | 0.26  | 1.91   | 5.45  | 3.85  |
| <b>Mar</b>            | -4.45  | 1.82  | 7.62  | -2.29  | 0.82  | 2.27  |
| <b>Apr</b>            | 4.99   | 11.10 | -1.35 | 2.79   | 0.13  | -1.21 |
| <b>May</b>            | 2.45   | 4.94  | -4.03 | 0.92   | -5.99 | 1.99  |
| <b>Jun</b>            | -6.58  | -0.60 | 0.66  | -3.79  | 2.88  | -3.72 |
| <b>Jul</b>            | -1.80  | 7.81  | 3.08  | -0.78  | 5.40  | 4.35  |
| <b>Aug</b>            | -0.14  | 1.72  | -0.68 | -8.64  | 0.63  | 0.37  |
| <b>Sep</b>            | -12.52 | 4.36  | 3.51  | -4.23  | 0.27  |       |
| <b>Oct</b>            | -13.38 | -1.39 | 2.56  | 9.49   | -0.30 |       |
| <b>Nov</b>            | -6.19  | 2.93  | 1.35  | -1.88  | 3.88  |       |
| <b>Dec</b>            | -3.84  | 6.39  | 5.58  | 0.80   | -0.24 |       |
| <b>Fund</b>           | -42.73 | 38.90 | 18.43 | -8.85  | 19.41 | 10.91 |
| <b>Sector Average</b> | -42.26 | 28.78 | 10.42 | -11.94 | 14.58 | 8.19  |



Performance Plot

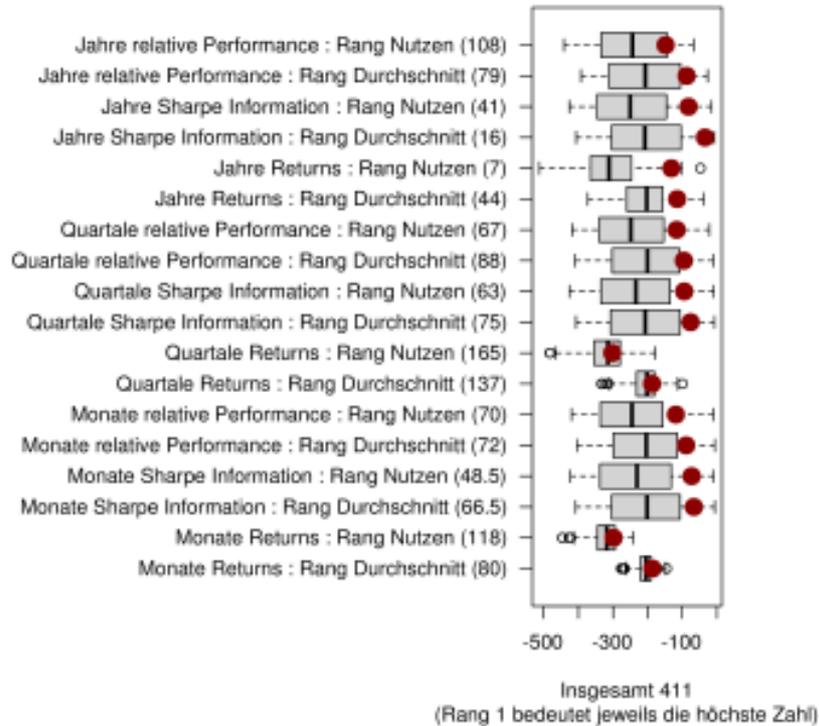


36 Monate Return-Risiko Sektorvergleich



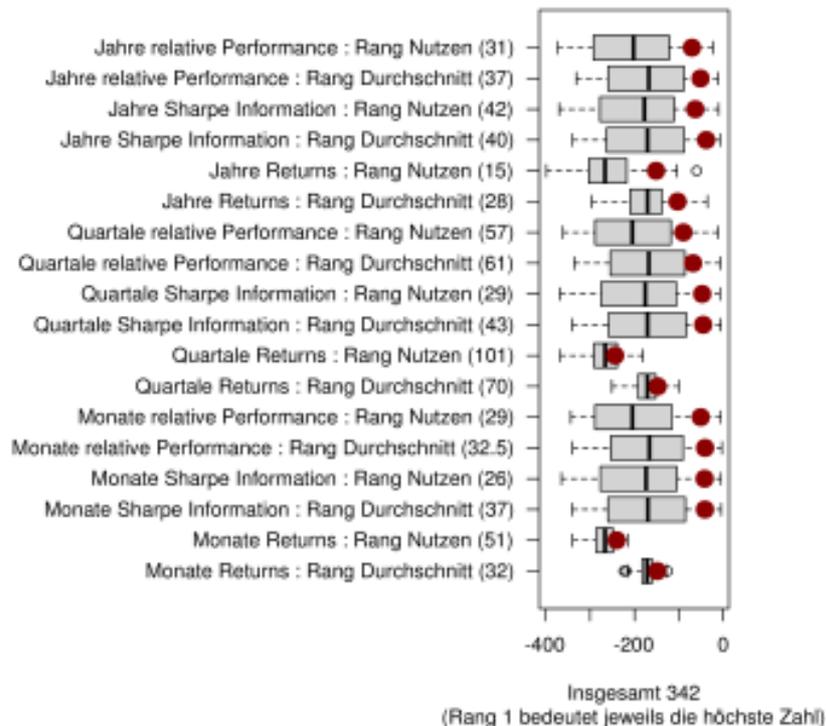
60 Monate Return-Risiko Sektorvergleich

**Metzler European Growth A (in €)**  
**Sektor Rang: 63 ; 3 Jahre**  
**( Stand : 2013-08-31 )**



36 Monate Rating Drilldown

**Metzler European Growth A (in €)**  
**Sektor Rang: 33 ; 5 Jahre**  
**( Stand : 2013-08-31 )**



60 Monate Rating Drilldown

# MFS Meridian European Core Equity A1 EUR



## Ansprechpartner Retail



## Ansprechpartner institutionelles Geschäft



## Fondsmanager



| <b>Firma</b>                                | <b>MFS International (UK) Limited</b> |
|---|---------------------------------------|
| Strasse, Nr.                                | Bockenheimer Landstraße 43            |
| PLZ   | 60325                                 |
| Ort   | Frankfurt am Main                     |
| Ansprechpartner - Retail                    | Andrea Baron                          |
| Telefon                                     | +49 69 271 3461-14                    |
| Fax   | +49 69 271 3461-20                    |
| E-Mail                                      | abaron@mfs.com                        |
| Ansprechpartner - institutionelles Geschäft | Lars Detlefs / Karin Moritz           |
| Telefon                                     | +49 69 271 3461-13/+49 69 271 3461-11 |
| Fax   | +49 69 271 3461-20                    |
| E-Mail                                      | ldetlefs@mfs.com / kmoritz@mfs.com    |
| Fondsmanager                                | Roger Morley                          |
| Telefon                                     |                                       |
| Fax   |                                       |
| E-Mail                                      |                                       |
| Web-Site                                    | www.mfs.com                           |

## Der Fondsmanager und sein Fonds

### Portfoliomanagement-Team

Verantwortlich für MFS European Core Equity (die Strategie, nach der auch der MFS Meridian Funds – European Core Equity Fund gemanagt wird) ist der Portfoliomanager Roger Morley, der alle Kauf- und Verkaufentscheidungen trifft. Seit seinem Eintritt bei MFS, wo er 2002 als Analyst begann, hat er seinen Sitz in London. 2008 wurde Roger Morley zum Portfoliomanager der Strategie ernannt. Er hat 16 Jahre Branchenerfahrung, einen MA der Universität Cambridge und einen MBA mit Auszeichnung von der INSEAD.

Gabrielle Gourgey, die als Institutional Portfolio Manager des Fonds seit 2006 an Strategiediskussionen teilnimmt und über die Strategie und Positionierung der Portfolios informiert, arbeitet eng mit Roger Morley zusammen. Sie kam 2006 zu MFS, hat einen BA (Hons.) von der Universität Bristol und verfügt über 18 Jahre Branchenerfahrung.

Roger Morley verfolgt einen langfristigen Investmentansatz und bemüht sich, die täglichen Kursschwankungen, („Noise“), so weit wie möglich auszuklammern. Als Sohn eines Landwirts ist er selbst Eigentümer eines Bauernhofs, für den er einen professionellen Verwalter engagiert hat. Als (wenn auch nur kleiner) Unternehmer kann er gut nachvollziehen, vor welchen Herausforderungen Unternehmen stehen – auch größere, in die er als Portfoliomanager üblicherweise investiert.

Roger Morleys Investmentstil lässt sich am besten als *Growth at a Reasonable Price* (GARP) beschreiben. Er ist langfristig orientiert und sieht seinen Schwerpunkt in der Einzelwertauswahl („Bottom-up“). Er fokussiert sich auf attraktiv bewertete Unternehmen mit einem zuverlässigen und überdurchschnittlichen Gewinnwachstum. Dabei legt er Wert auf Qualität, eine langfristige Geschäftsstrategie und Wettbewerbsvorteile.

Bei MFS sind wir davon überzeugt, dass aktives Management und eine fundamentale Einzelwertauswahl der Schlüssel zu stetigen überdurchschnittlichen Erträgen sind. Dabei halten wir – im Interesse unserer Kunden – die im Vorfeld definierten Ziele und Risikoparameter ein. Fundamentalfaktoren wie Produktqualität, Wettbewerbssituation, Managementqualität und Bewertung sind die wichtigsten Kriterien für die Beurteilung von Einzelwerten. Wir glauben, dass sich Wertsteigerungspotenzial am besten mit sorgfältigen Einzelwertanalysen identifizieren lässt, bei denen wir die langfristigen Gewinnaussichten eines Unternehmens und sein Cashflow-Potenzial unabhängig vom Konjunkturzyklus beurteilen.

### **Investmentphilosophie**

Wir setzen auf aktives Management. Wir sind davon überzeugt, dass die Aktienkurse der Nachhaltigkeit des Gewinnwachstums und der Dynamik der Cashflow-Entwicklung folgen und dass es mit einzelwertorientierten Fundamentalanalysen am besten gelingt, europäische Qualitätsunternehmen zu identifizieren. Diese Philosophie sorgt für Disziplin, denn wir achten bei jedem Unternehmen konsequent darauf, ob es zu einem überdurchschnittlichen und stetigen Gewinnwachstum fähig und zugleich attraktiv bewertet ist.

Der Investmentstil des Fonds lässt sich am besten als „Europe Large-Cap Core“ beschreiben. Ziel des Fonds ist Wertzuwachs (in Euro). Grundsätzlich streben wir auf Sicht eines Marktzyklus (in der Regel drei bis vier Jahre) Mehrertrag gegenüber dem MSCI Europe Index an. Dabei setzen wir auf Unternehmen mit einem überdurchschnittlichen Gewinnwachstumspotenzial (Growth), auf unterbewertete Unternehmen (Value) sowie auf eine Kombination aus beidem. In der Regel ist der Fonds zu mindestens 70% in Aktien aus dem Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) investiert.

European Core ist eine reine Einzelwertstrategie. Ziel ist, Unternehmen mit überzeugenden Geschäftsmodellen zu finden, die unserer Ansicht nach

- nachhaltige Wettbewerbsvorteile haben und gut geführt werden,
- eine hohe Kapitalrendite bieten und einen hohen freien Cashflow erwirtschaften,
- überdurchschnittliches Gewinnwachstum und überdurchschnittlichen Wertzuwachs versprechen.

### **Investmentprozess**

Ausgangspunkt ist ein Anlageuniversum aus 500 bis 600 europäischen Aktien, die unser Team regelmäßig beobachtet. Dieses Universum wird auf Basis von Fundamentalanalysen verringert, mit dem Ziel Qualitätswerte zu finden. Wesentliche Kriterien sind die Stabilität des Geschäftsmodells, der langfristig erwirtschaftete Cashflow, die Bilanzqualität und unsere Einschätzung der Management- und Investitionsentscheidungen. Auf diese Weise filtern wir das Aktienuniversum, so dass sich der Fondsmanager auf die Titel konzentrieren kann, die aufgrund dieser Kriterien für das Portfolio in Frage kommen. Im nächsten Schritt wird das Universum aufgrund von Bewertungsanalysen noch weiter verkleinert. Außerdem betrachten wir die Risiken für den Aktienkurs für den Fall, dass sich die Situation anders entwickelt als erwartet. Am Ende steht ein Portfolio aus etwa 60 bis 80 Einzeltiteln.

### **Günstiges Marktumfeld für unseren Investmentansatz**

Unserem Investmentansatz kommt es üblicherweise zugute, wenn die Marktteilnehmer Wert auf gute oder sich verbessernde Fundamentaldaten legen. Unsere Qualitätsphilosophie und das Risikomanagementkonzept haben aber auch in schwierigeren Marktphasen für überdurchschnittliche Ergebnisse gesorgt.

### **Ungünstiges Marktumfeld für unseren Investmentansatz**

Ungünstig für unseren Investmentansatz sind Zeiten hoher Risikobereitschaft, wenn Investoren auf Unternehmen von geringer Qualität und mit hohem Beta setzten. Dennoch verfolgen wir unabhängig vom Marktumfeld stets den gleichen Investmentprozess. Wir passen den Prozess in solchen Phasen nicht an, um mit der Marktperformance Schritt zu halten.

### **Das besondere Know-how**

Basis unseres Investmentprozesses ist unsere voll integrierte internationale Research-Plattform. Am 30. September 2013 bestand sie aus 71 Portfoliomanagern, 61 fundamental arbeitenden Aktienanalysten, 24 Rentenanalysten sowie 8 quantitativen Analysten mit Sitz in Boston, Hongkong, London, Mexiko City, São Paulo, Singapur, Sydney, Tokio und Toronto. Hinzu kommen 32 Investment- und Research-Associates.

Organisiert sind die Analysten in acht globalen Sektorteams, denen neben fundamental arbeitenden Aktienanalysten auch Rentenanalysten, quantitative Analysten und Portfoliomanager angehören. Jedes Team, das unter der Leitung eines Sektorverantwortlichen steht, ist für einen wichtigen globalen Sektor verantwortlich. Dieses Konzept erleichtert uns den Austausch von Informationen über Unternehmen branchen- und konzeptübergreifend (fundamental bzw. quantitativ) sowie länder- und assetklassenübergreifend. Um stetige Langfristerträge für unsere Kunden zu erwirtschaften, greifen wir auf das gesamte Research sämtlicher MFS-Analysten zurück.

Unsere Analysten führen einzelwertbezogene Fundamentalanalysen durch. Sie betrachten unterschiedliche Fundamentalfaktoren sowie die Bewertungen. Am Ende stehen für alle Einzelwerte klare Einschätzungen: kaufen, halten oder verkaufen.

Unsere Analysten und Portfoliomanager arbeiten eng zusammen. Bei MFS sehen sich Portfoliomanager und Analysten als Partner, die gemeinsam dafür sorgen, dass die Ideen der Analysten in den jeweils passenden Portfolios umgesetzt werden – zum Wohle unserer Kunden. Das Investmentteam für European Core Equity kann auf die umfassende Erfahrung der globalen Research-Plattform von MFS sowie anderer Portfoliomanager zurückgreifen. Die meisten Portfoliomanager von MFS haben ihre berufliche Laufbahn bei uns als Analysten begonnen, so dass sie schon sehr lange zusammenarbeiten. Das Team bemüht sich, auch in Nischenbranchen Qualitätsunternehmen (mit nachhaltigen Geschäftsmodellen, hohen freien Cashflows, stabilen Bilanzen und einer guten Führung) zu identifizieren, die attraktiv bewertet sind. Neben den Erkenntnissen der MFS-Analysten nutzt das Team für European Core Equity auch das Know-how anderer Portfoliomanagement-Teams, die sich bisweilen schon länger mit einzelnen Unternehmen befasst haben. Dies hat sich als eine wichtige Alphaquelle für die Portfolios erwiesen. Das Team kann dadurch die langfristige Historie eines Unternehmens besser einschätzen und schneller über Investitionen entscheiden.

## Investmentchancen im Segment

Der Euroraum scheint die Rezession hinter sich gelassen zu haben, doch mangelt es noch an Wachstum. Auf lange Sicht dürfte das Wirtschaftswachstum davon abhängen, ob China der Übergang zu einer ausgewogeneren Wirtschaftsstruktur gelingt, wie erfolgreich die Strukturreformen in Japan werden und ob sich das Verbrauchervertrauen in Europa wieder bessert. Dabei setzen wir auf Unternehmen mit einem überdurchschnittlichen Gewinnwachstumspotenzial (Growth), auf unterbewertete Unternehmen (Value) sowie auf eine Kombination aus beidem.

Für unseren disziplinierten und wiederholbaren fundamental orientierten Einzelwertprozess nutzen wir das Know-how und die Erfahrung der Portfoliomanager und Analysten von MFS®. Wir glauben, dass sich das Marktumfeld gut für unseren Ansatz und eine langfristig orientierte Strategie eignet.

| <b>Top 10 Holdings (Datum: 30.09.2013)</b> | <b>%</b> |
|--|----------|
| Akzo Nobel NV                              | 2.9      |
| Reckitt Benckiser Group PLC                | 2.7      |
| LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SA        | 2.7      |
| Linde AG                                   | 2.5      |
| Danone SA                                  | 2.5      |
| Pernod Ricard SA                           | 2.4      |
| Nestle SA                                  | 2.1      |
| Heineken N.V.                              | 2.1      |
| WPP PLC                                    | 2.1      |
| Delphi Automotive PLC                      | 2.1      |
| Anteil Top 10 insgesamt                    | 24.1     |
| Anzahl der Positionen insgesamt            | 74       |

| <b>Marktrisiko (Datum: 30.09.2013)</b> | <b>Fonds (%)</b> | <b>Benchmark (%)</b> | <b>Differenz</b> |
|--|------------------|----------------------|------------------|
| United Kingdom                         | 29.8             | 33.3                 | -3.5             |
| France                                 | 15.3             | 15.0                 | 0.3              |
| Germany                                | 15.2             | 13.3                 | 1.9              |
| Switzerland                            | 10.1             | 13.9                 | -3.8             |
| Netherlands                            | 7.4              | 4.1                  | 3.3              |
| Denmark                                | 3.7              | 1.7                  | 2.0              |
| Austria                                | 2.1              | 0.4                  | 1.7              |
| United States of America               | 2.1              | 0.0                  | 2.1              |
| Belgium                                | 1.6              | 1.8                  | -0.2             |
| Sweden                                 | 1.2              | 4.9                  | -3.7             |
| Other                                  | 11.5             |                      |                  |
| Total                                  | 100.0            |                      |                  |

| <b>Sektor (Datum: 30.09.2013)</b> | <b>Fonds (%)</b> | <b>Benchmark (%)</b> | <b>Differenz</b> |
|-----------------------------------|------------------|----------------------|------------------|
| Financials                        | 22.45            | 21.54                | 0.90             |
| Consumer Staples                  | 19.46            | 13.85                | 5.61             |
| Consumer Discretionary            | 18.19            | 9.85                 | 8.33             |
| Industrials                       | 13.57            | 11.73                | 1.83             |
| Materials                         | 10.02            | 8.05                 | 1.97             |
| Health Care                       | 4.91             | 12.39                | -7.48            |
| Information Technology            | 3.39             | 3.27                 | 0.12             |
| Energy                            | 0.94             | 9.39                 | -8.45            |
| Utilities                         | 0.00             | 3.97                 | -3.97            |
| Telecommunication Services        | 0.00             | 5.94                 | -5.94            |
| Cash & Other                      | 7.1              | 0.00                 | N/A              |

| <b>Währungsengagement (Datum: 30.09.2013)</b> | <b>%</b> |
|---|----------|
| Euro  | 52.0     |
| British Pound Sterling                        | 29.8     |
| Swiss Franc                                   | 10.1     |
| Danish Krone                                  | 3.7      |
| United States Dollar                          | 2.1      |
| Swedish Krona                                 | 1.2      |
| Czech Koruna                                  | 0.7      |
| Russian Ruble                                 | 0.5      |
| Other   | 0.0      |
| Total   | 100      |

## MFS Meridian European Core Equity A1 EUR (in €)

### Ergebnis

Der Fonds MFS Meridian European Core Equity A1 EUR (in €) 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.

**MFS Meridian European Core Equity A1 EUR (in €)**

|                    |                    |
|--------------------|--------------------|
| Launch.Date        | 2002-10-01         |
| Fund.Size.m.       | 17.9               |
| Fund.Size.Date     | 2013-07-31         |
| Initial.Charge     | 6                  |
| Annual.Charge      | 1.05               |
| Yield              | NA                 |
| Sector             | GM Equity - Europe |
| Fund.Type          | Offshore FSA       |
| Asset.Class        | Equity             |
| TER                |                    |
| Fund.Benchmark     | MSCI Europe        |
| Fund.Manager       | Roger Morley       |
| Fund.Manager.Since | 2008-06-01         |
| Start.of.data      | 2002-10-01         |

diamonds.3Y

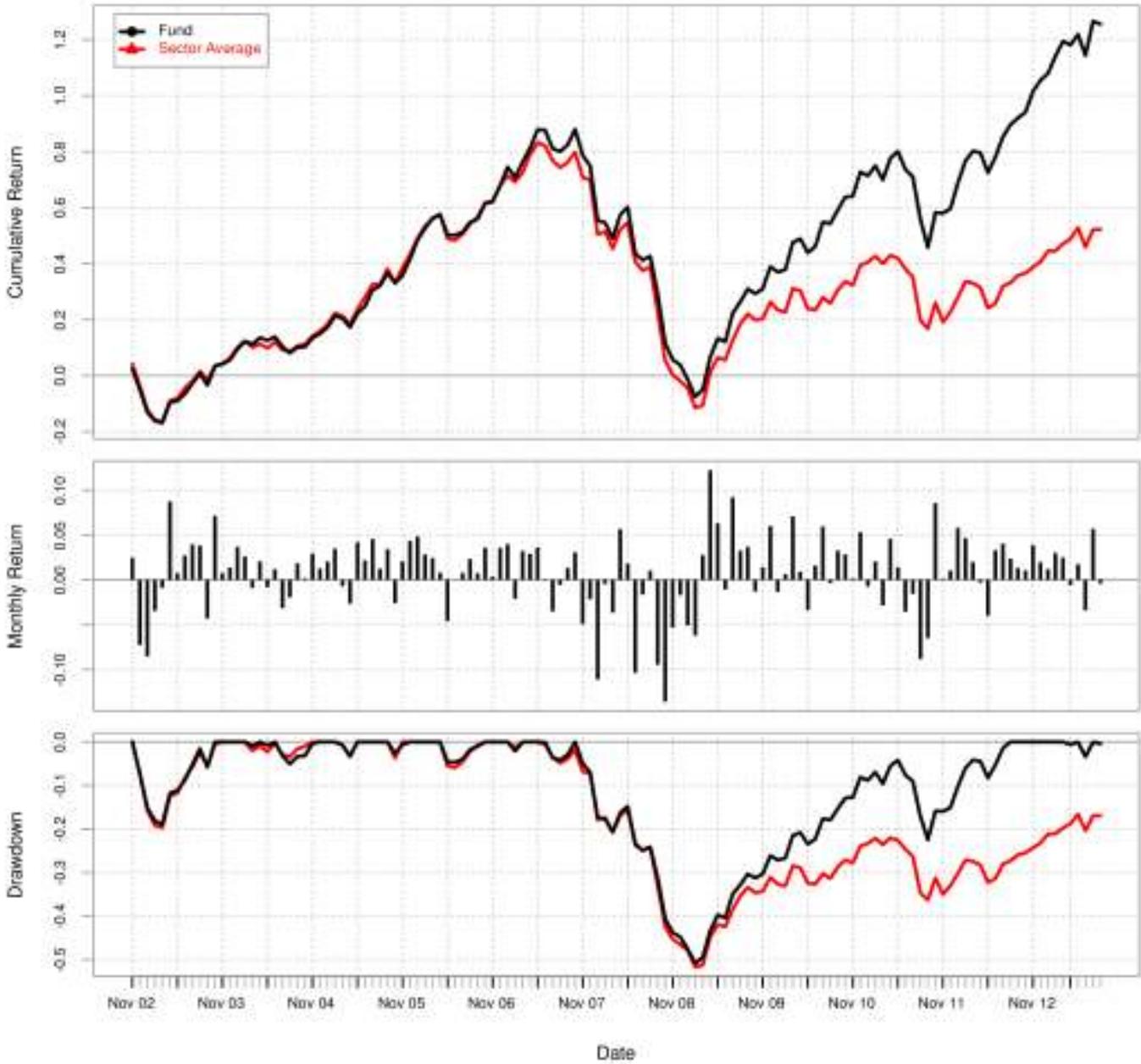


diamonds.5Y

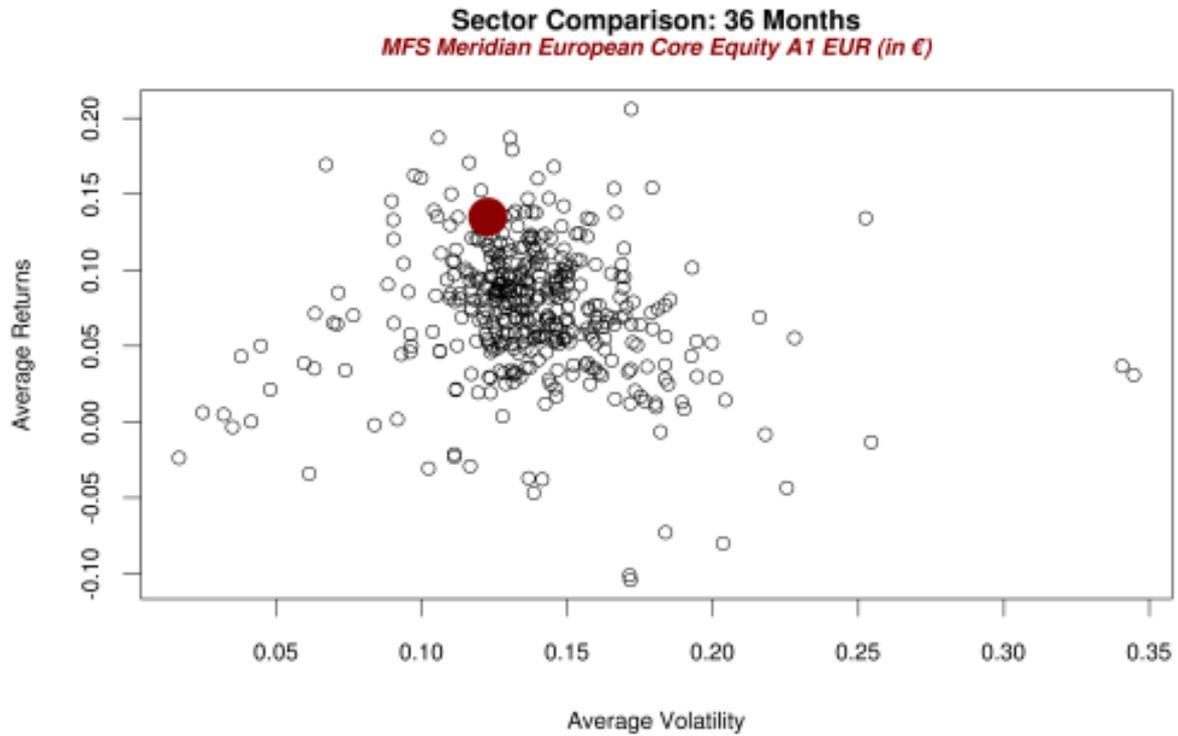


|                       | 2008   | 2009  | 2010  | 2011   | 2012  | 2013  |
|-----------------------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|
| <b>Jan</b>            | -11.12 | -5.09 | -1.36 | -0.76  | 5.79  | 1.19  |
| <b>Feb</b>            | -0.49  | -6.22 | 0.62  | 2.04   | 4.64  | 2.99  |
| <b>Mar</b>            | -3.66  | 2.76  | 7.05  | -2.86  | 1.98  | 2.47  |
| <b>Apr</b>            | 5.64   | 12.21 | 0.90  | 4.55   | -0.31 | -0.60 |
| <b>May</b>            | 1.80   | 6.28  | -3.36 | 1.38   | -3.99 | 1.73  |
| <b>Jun</b>            | -10.37 | -1.08 | 1.57  | -3.56  | 3.28  | -3.40 |
| <b>Jul</b>            | -1.64  | 9.18  | 5.94  | -1.58  | 4.03  | 5.68  |
| <b>Aug</b>            | 1.00   | 3.24  | -0.37 | -8.83  | 2.34  | -0.42 |
| <b>Sep</b>            | -9.46  | 3.66  | 3.24  | -6.48  | 1.29  |       |
| <b>Oct</b>            | -13.59 | -1.30 | 2.84  | 8.54   | 1.03  |       |
| <b>Nov</b>            | -5.33  | 1.39  | 0.17  | -0.12  | 3.84  |       |
| <b>Dec</b>            | -1.70  | 5.98  | 5.29  | 1.01   | 1.97  |       |
| <b>Fund</b>           | -40.60 | 33.71 | 24.37 | -7.60  | 28.74 | 9.78  |
| <b>Sector Average</b> | -42.26 | 28.78 | 10.42 | -11.94 | 14.58 | 8.19  |

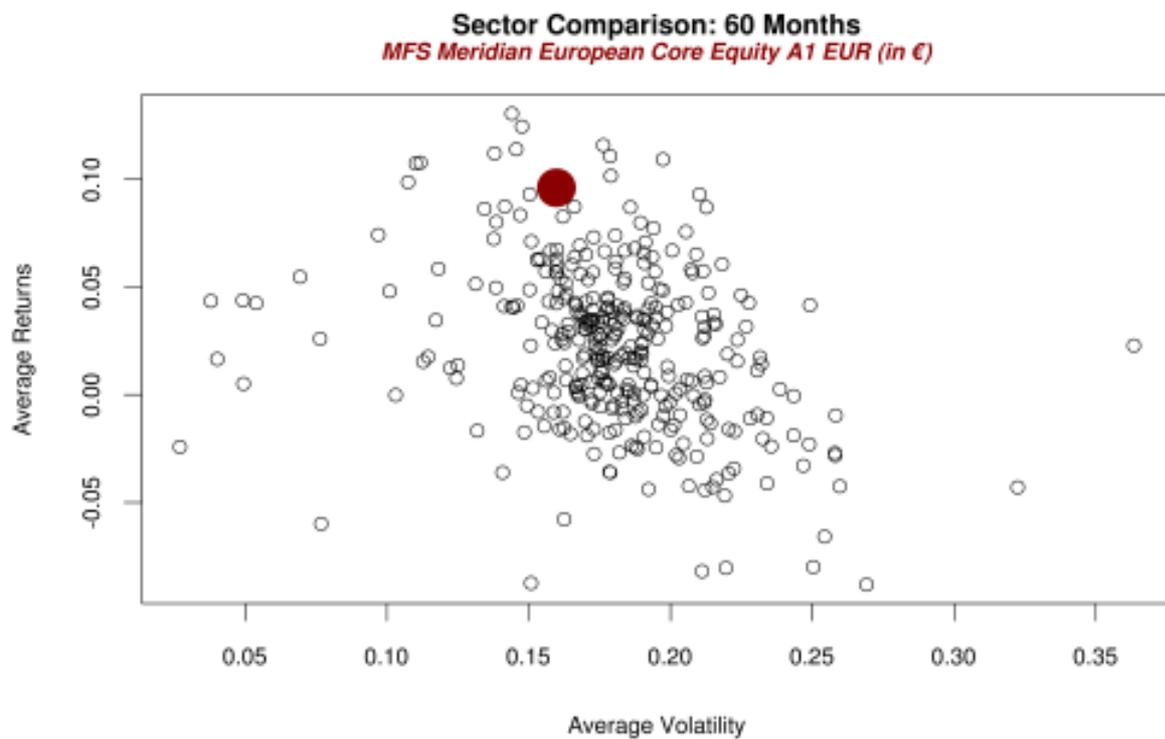
### Fund Performance



Performance Plot

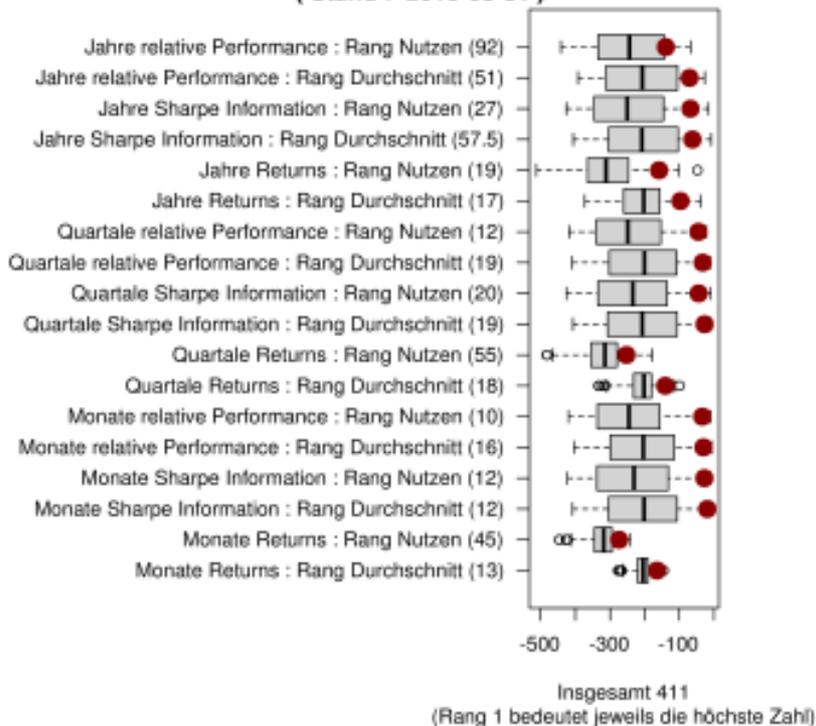


36 Monate Return-Risiko Sektorvergleich



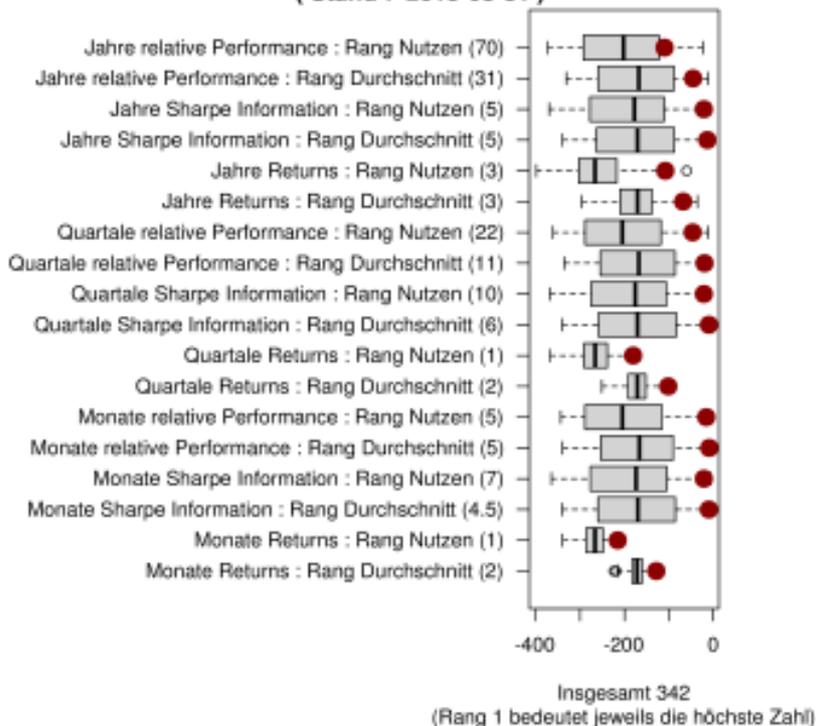
60 Monate Return-Risiko Sektorvergleich

**MFS Meridian European Core Equity A1 EUR**  
 (in €)  
**Sektor Rang: 13 ; 3 Jahre**  
 (Stand : 2013-08-31)



36 Monate Rating Drilldown

**MFS Meridian European Core Equity A1 EUR**  
 (in €)  
**Sektor Rang: 5 ; 5 Jahre**  
 (Stand : 2013-08-31)



60 Monate Rating Drilldown

# Pioneer Lux European Potential A Non Distributing EUR



| <b>Firma</b>                                | <b>Pioneer Investments Kapitalanlagegesellschaft mbH</b> |
|---|--|
| Strasse, Nr.                                | Arnulfstrasse 124-126                                    |
| PLZ   | 81636  |
| Ort   | München  |
| Ansprechpartner - Retail                    | Oliver Bilal   |
| Telefon                                     | +49/89 992 26 6300                                       |
| Fax   | +49/89 992 26 6302                                       |
| E-Mail                                      | oliver.bilal@pioneerinvestments.com                      |
| Ansprechpartner - institutionelles Geschäft | Oliver Bilal   |
| Telefon                                     | +49/89 99 226 6300                                       |
| Fax   | +49/89 99 226 6302                                       |
| E-Mail                                      | oliver.bilal@pioneerinvestments.com                      |
| Fondsmanager                                | Cristina Matti / Sergio Groppi                           |
| Telefon                                     |  |
| Fax   |  |
| E-Mail                                      |  |
| Web-Site                                    | www.pioneerinvestments.com                               |

## Der Fondsmanager und sein Fonds

### Pioneer Investments – umfassende Expertise bei europäischen Aktien-Strategien

Den Kern des aktiven Aktienansatzes bildet ein detaillierter fundamentaler Research-Prozess, der durch quantitative Analysen unterstützt wird. Ziel ist es, unterbewertete Titel zu identifizieren und die in den Portfolios gehaltenen Papiere laufend zu überprüfen. Das Analystenteam liefert dem Portfoliomanagement damit eine wichtige Entscheidungsgrundlage für die Aktienselektion. Die Portfoliomanager sind spezialisiert auf bestimmte Anlageregionen und verfolgen eine Kombination aus verschiedenen Investmentstilen und -strategien. Stilrichtungen können beispielsweise Large-/Small-Cap-Ansätze oder themenbasierte Investments sein. Ein wesentliches Merkmal des Ansatzes ist das Zusammenspiel zwischen Portfoliomanagern sowie fundamentalen und quantitativen Analysten. Der Prozess ist im Wesentlichen in drei Teilschritte gegliedert: Ideengenerierung, Analyse der Anlagevorschläge und Portfoliokonstruktion.

„Wir sind ein Team aus erfahrenen Stock-Pickern. Wir glauben, dass die Fokussierung auf die Fundamentaldaten der Unternehmen langfristig attraktive Aktienrenditen liefern und gleichzeitig das Risiko in den Strategien optimieren kann“, so Diego Franzin, Head of Equity Europe bei Pioneer Investments. Speziell die aktiv gemanagten europäischen Aktienstrategien von Pioneer Investments können gerade im aktuellen Umfeld eine sinnvolle Depotergänzung darstellen.

## Das besondere Know-how

### Die erfolgreiche European Potential-Strategie

Alpha-Generierung via Small und Mid Caps

Wir sind überzeugt, dass Anlagen in Small und Mid Caps überdurchschnittliche Renditen abwerfen können. Gleichzeitig sind wir uns jedoch bewusst, dass dieser Investmentansatz mit einigen besonderen Herausforderungen verbunden ist. Unsere Investmentstrategie und -philosophie zielen darauf ab, diese Herausforderungen zu managen und einen möglichst hohen Teil der verfügbaren Renditen zu realisieren.

Die Strategie investiert überwiegend in Unternehmen, deren Marktkapitalisierung zum Kaufzeitpunkt innerhalb der Bandbreite des MSCI Europe Small Companies Index liegt. Die Strategie ist „benchmarkbewusst“, ohne in dieser Hinsicht Restriktionen zu unterliegen. Daher können auch jederzeit Positionen mit einem überzeugenden Investment Case, die nicht Bestandteil der Benchmark sind, eingegangen werden. Die Grundlage der Portfoliokonstruktion ist die Einzeltitelauswahl – dabei resultieren Sektor- und Branchengewichtungen aus der Einzeltitelselektion. Der Fokus liegt auf Unternehmen, die in Nischenmärkten mit hohen Eintrittsbarrieren eine Führungsrolle spielen. Wir suchen nach Fehlbewertungen am Markt: Als langfristige Investoren scheuen wir uns nicht davor, Ansichten zu vertreten, die nicht der herrschenden Meinung entsprechen („Contrarian-Ansatz“), sofern die Unternehmensfundamentaldaten solide sind.

## Investmentchancen im Segment

Wir setzen auf eine optimierte Zusammenarbeit mit den auf Small Caps spezialisierten Analysten und nutzen Brancheninputs/-ansichten von Large-Cap-Analysten. Darüber hinaus tauschen sich unsere hauseigenen Aktienanalysten auch mit unserem internen Credit Research Team aus.

Unsere Investmentideen beruhen auf wenigen, klar definierten und leicht quantifizierbaren Treibern, die innerhalb eines angemessenen Zeitrahmens erreichbar sein müssen. Die Generierung von freiem Cashflow gehört zu den wichtigsten Leistungskennzahlen, die wir bei unseren Anlagen analysieren, denn aus dieser Quelle können Unternehmen Wachstum aus eigener Kraft finanzieren.

Wir suchen nach Managementteams mit besonderen Fähigkeiten: Wir sind überzeugt, dass erfolgreiche Unternehmen von inspirierten, motivierten Führungskräften aufgebaut werden.

Die Überprüfung der Corporate Governance ist ein Eckpfeiler unserer Investmentanalyse.

| <b>Top 10 Holdings (Datum: 30.09.2013) %</b> |      |
|--|------|
| Gamesa Tecnologica SA                        | 2,6  |
| Valeo  | 2,5  |
| Gildemeister AG                              | 2,3  |
| Bankinter                                    | 2,2  |
| DS Smith                                     | 2,2  |
| Smurfit Kappa Group                          | 2,2  |
| Hays   | 2,1  |
| Nexans                                       | 2,0  |
| Neopost                                      | 2,0  |
| GAM  | 1,9  |
| Anteil Top 10 insgesamt                      | 22,0 |
| Anzahl der Positionen insgesamt              | 68   |

| <b>Marktrisiko (Datum: 30.09.2013)</b> | <b>Fonds (%)</b> | <b>Benchmark (%)</b> | <b>Differenz</b> |
|--|------------------|----------------------|------------------|
| Großbritannien                         | 37,9             | 35,4                 | 2,5              |
| Deutschland                            | 14,1             | 10,7                 | 3,4              |
| Frankreich                             | 13,1             | 7,6                  | 5,5              |
| Spanien                                | 8,0              | 3,1                  | 4,9              |
| Italien                                | 5,6              | 6,1                  | -0,5             |
| Schweiz                                | 4,1              | 7,2                  | -3,1             |
| Niederlande                            | 3,5              | 3,0                  | 0,5              |
| Irland                                 | 3,4              | 2,5                  | 0,5              |
| Sonstiges                              | 8,6              | 24,1                 | -15,5            |
| Insgesamt                              |                  |                      |                  |

| <b>Sektor (Datum: 30.09.2013)</b> | <b>Fonds (%)</b> | <b>Benchmark (%)</b> | <b>Differenz</b> |
|-----------------------------------|------------------|----------------------|------------------|
| Industriegüter                    | 27,1             | 23,0                 | -0,7             |
| Finanzdienstleistung              | 21,6             | 19,5                 | 3,2              |
| Gebrauchsgüter                    | 12,9             | 19,5                 | 4,1              |
| Basisindustrie                    | 12,0             | 8,8                  | -6,6             |
| Informationstechnologie           | 11,2             | 9,4                  | -2,0             |
| Energie                           | 4,9              | 5,6                  | -2,2             |
| Gesundheitswesen                  | 4,2              | 6,4                  | 2,1              |
| Verbrauchsgüter                   | 2,6              | 4,6                  | 1,8              |
| Telekommunikation                 | 1,7              | 1,3                  | 0,4              |

| <b>Währungsengagement (Datum: 30.09.2013)</b> | <b>%</b> |
|---|----------|
| Euro  | 48,2     |
| Pfund Sterling                                | 40,3     |
| Schweizer Franken                             | 5,3      |
| Schwedische Krone                             | 2,3      |
| Norwegische Krone                             | 1,9      |
| Dänische Krone                                | 1,6      |
| US-Dollar                                     | 0,5      |
| Sonstiges                                     | 0        |
| Insgesamt                                     | 100      |

## Pioneer Lux European Potential A Non Distributing EUR (in €)

### Ergebnis

Der Fonds Pioneer Lux European Potential A Non Distributing EUR (in €) 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.

**Pioneer Lux European Potential A Non  
Distributing EUR (in €)**

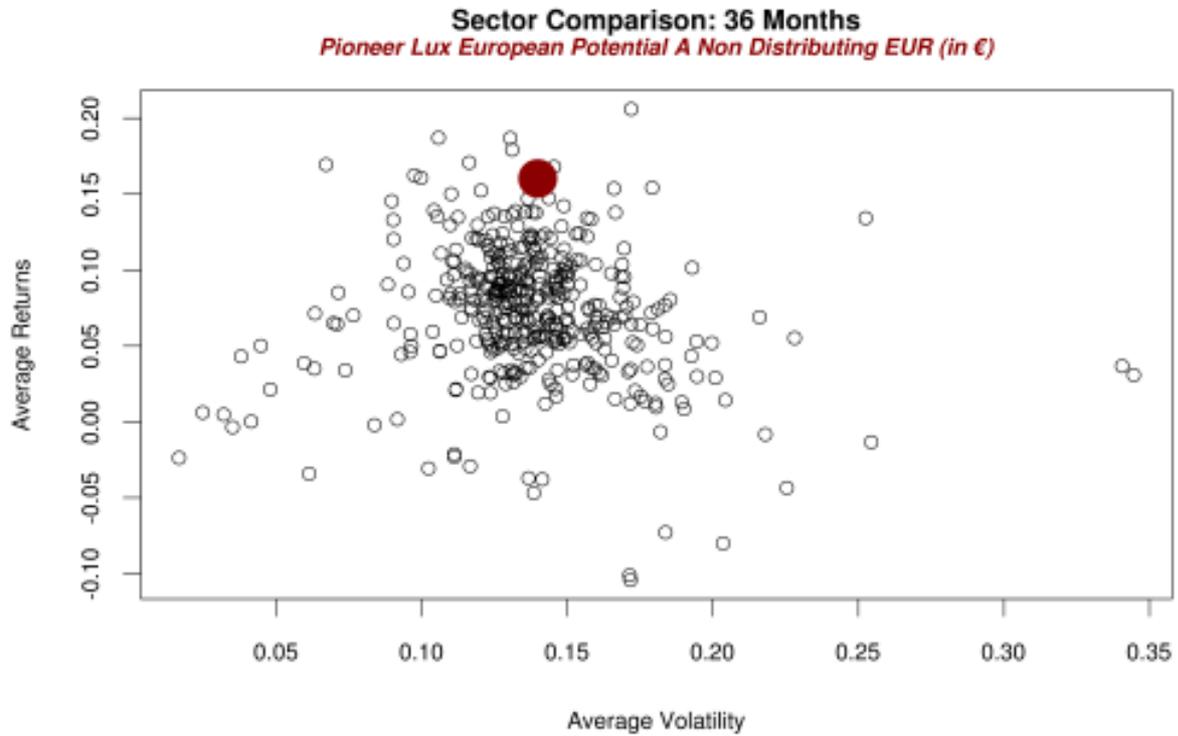
|                    |  |
|--------------------|--|
| Launch.Date        | 2007-03-30   |
| Fund.Size.m.       | 317.1  |
| Fund.Size.Date     | 2013-07-31   |
| Initial.Charge     | 5  |
| Annual.Charge      | 1.5  |
| Yield              | NA   |
| Sector             | GM Equity - Europe   |
| Fund.Type          | Offshore Regulated   |
| Asset.Class        | Equity   |
| TER                |  |
| Fund.Benchmark     | MSCI Europe Small Cap Index  |
| Fund.Manager       | Cristina Matti   |
| Fund.Manager.Since | 2001-06-01   |
| Start.of.data      | 2007-04-09   |
| diamonds.3Y        |   |
| diamonds.5Y        |  |

|                       | 2008          | 2009         | 2010         | 2011          | 2012         | 2013         |
|-----------------------|---------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|
| Jan                   | -12.32        | -2.75        | 1.43         | -1.09         | 7.15         | 1.87         |
| Feb                   | 4.08          | -7.08        | -2.19        | 1.19          | 4.61         | 3.90         |
| Mar                   | -2.09         | -2.27        | 9.89         | 0.08          | 1.10         | 1.32         |
| Apr                   | 5.39          | 12.75        | 2.73         | 3.29          | 0.09         | 0.61         |
| May                   | 1.41          | 5.52         | -7.78        | 0.19          | -6.11        | 3.61         |
| Jun                   | -5.62         | -0.81        | -2.20        | -3.58         | 2.14         | -3.59        |
| Jul                   | -4.70         | 9.62         | 3.06         | -2.82         | 6.03         | 6.24         |
| Aug                   | -0.14         | 6.07         | -0.99        | -10.24        | 2.21         | -0.08        |
| Sep                   | -16.70        | 3.60         | 4.62         | -4.84         | 3.38         |              |
| Oct                   | -17.43        | -3.13        | 5.94         | 7.99          | 1.15         |              |
| Nov                   | -6.21         | 0.17         | 1.59         | -1.87         | 0.26         |              |
| Dec                   | -1.25         | 5.60         | 9.28         | 0.50          | 1.61         |              |
| <b>Fund</b>           | <b>-45.36</b> | <b>28.64</b> | <b>26.82</b> | <b>-11.64</b> | <b>25.58</b> | <b>14.41</b> |
| <b>Sector Average</b> | <b>-42.26</b> | <b>28.78</b> | <b>10.42</b> | <b>-11.94</b> | <b>14.58</b> | <b>8.19</b>  |

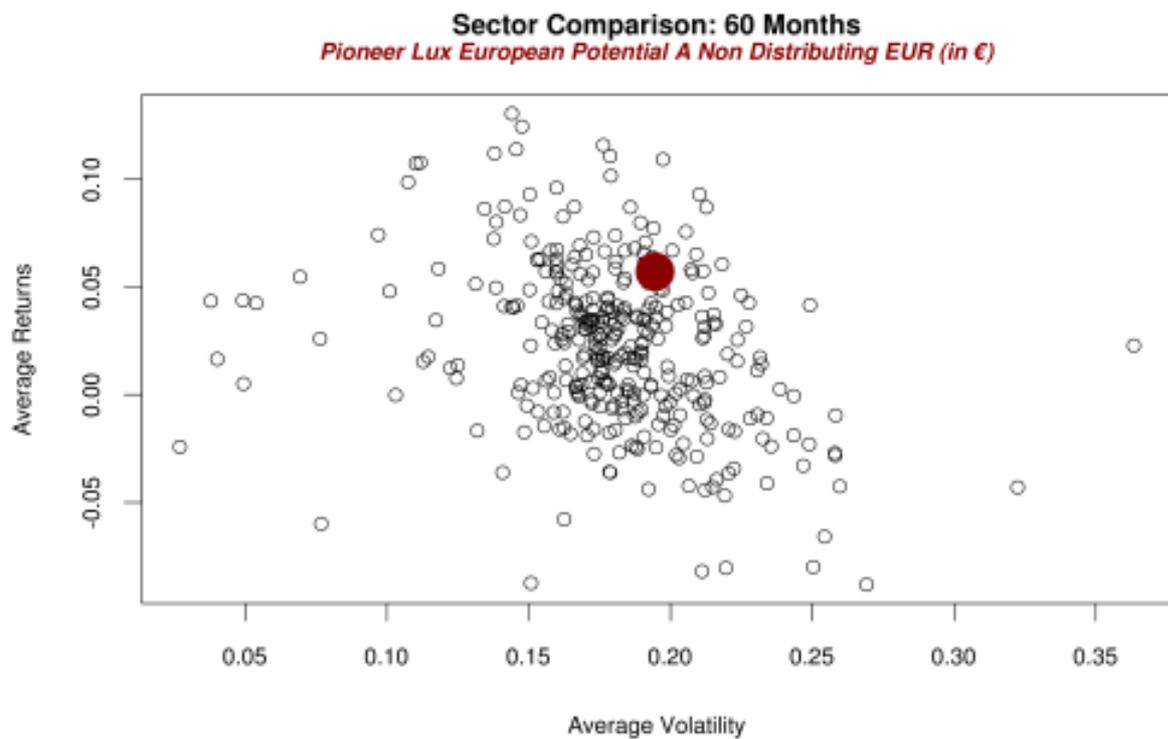
### Fund Performance



Performance Plot

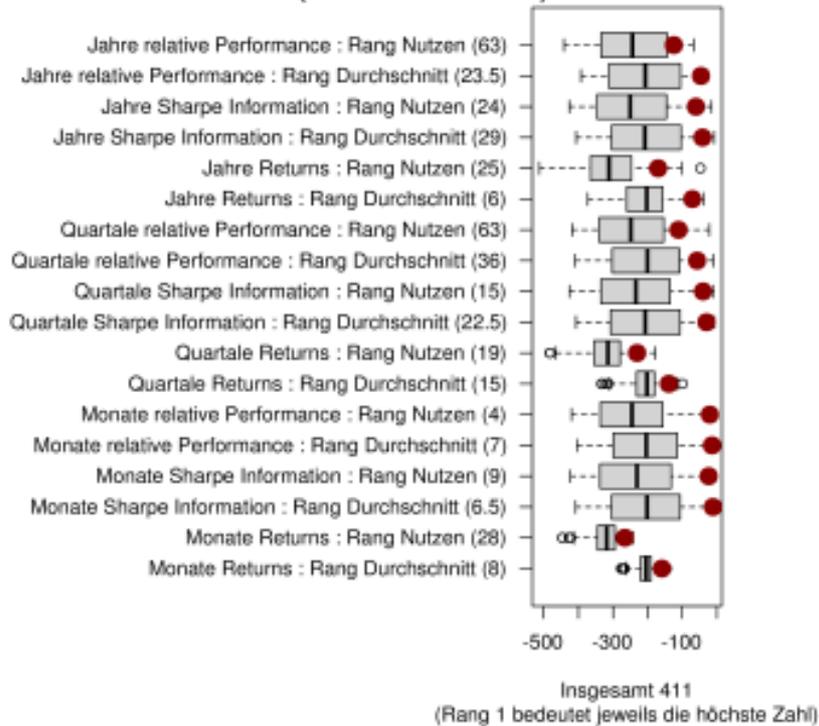


36 Monate Return-Risiko Sektorvergleich



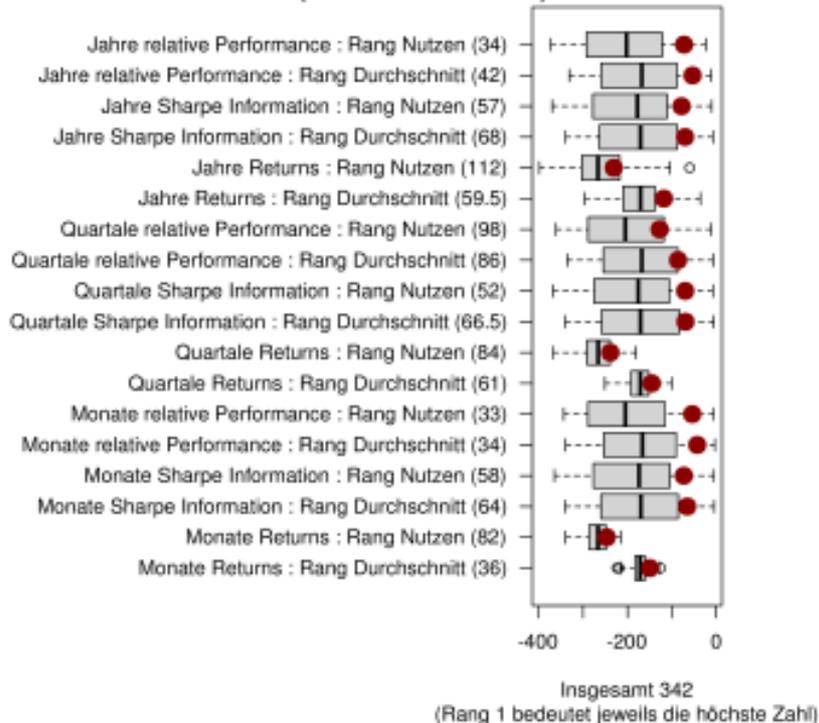
60 Monate Return-Risiko Sektorvergleich

**Pioneer Lux European Potential A Non Distributing  
EUR (in €)  
Sektor Rang: 10 ; 3 Jahre  
( Stand : 2013-08-31 )**



36 Monate Rating Drilldown

**Pioneer Lux European Potential A Non Distributing  
EUR (in €)  
Sektor Rang: 55 ; 5 Jahre  
( Stand : 2013-08-31 )**



60 Monate Rating Drilldown

# RAM (Lux) Systematic Funds European Equities B EUR



|  |  |
|--|--|
| <b>Firma</b>                                   | <b>RAM Active Investments SA</b>                           |
| Strasse, Nr.                                   | 62 Rue du Rhone  |
| PLZ  | 1204   |
| Ort  | Genf   |
| Ansprechpartner - Retail                       | Pierre Olivier Pourcelot                                   |
| Telefon  | +41 22 816 87 30   |
| Fax  | +41 22 816 87 01   |
| E-Mail   | investor.relations@ram-ai.com                              |
| Ansprechpartner - institutionelles<br>Geschäft | Pierre Olivier Pourcelot                                   |
| Telefon  | +41 22 816 87 30   |
| Fax  | +41 22 816 87 01   |
| E-Mail   | investor.relations@ram-ai.com                              |
| Fondsmanager                                   | Thomas de Saint Seine, Emmanuel Hauptmann, Maxime<br>Botti |
| Telefon  | +41 22 816 87 30   |
| Fax  | +41 22 816 87 01   |
| E-Mail   | investor.relations@ram-ai.com                              |
| Web-Site                                       | www.ram-ai.com   |

## Der Fondsmanager und sein Fonds

Thomas de Saint-Seine, Maxime Botti, and Emmanuel Hauptmann are at the origin of investment process and have developed the model managing the RAM European Equities fund which has been applied since 2003. The investment philosophy of the RAM European Equities blends together Value, Dividend, and GARP strategies built on a combination of fundamental, behavioural, and risk factors.

The model constructed by RAM Active Investments was subjected to a remarkable stress test under real conditions during the 2008 crisis. Faced with a violent correction of the markets, it proved its capacity to resist. In 2008 and 2009, the equilibrium established between its underlying strategies allowed the Fund to behave well. RAM European Equities succeeded in outperforming its benchmark, thus validating the soundness of its model. Conversely, in bull market periods, the RAM European Equities has shown that it was also able to generate a significant outperformance, as attested by its results compared with those of the MSCI Europe TRN, and has won several Lipper Awards.

The aim of the RAM European Equities Fund is to provide investors with superior returns with the level of equity market's risk. The team uses a quantitative model to build a statistically robust portfolio with the objective of delivering out performance in both rising and falling equity markets. Given the long-only nature of the strategy and the associated beta constraints, the team implements uncorrelated strategies in terms of style and market capitalization segments to manage at best both the up and down capture.

## Das besondere Know-how

The three fund managers share a number of complementary expertises. Thomas de Saint-Seine is a Founding Partner of RAM Active Investments, which specializes in managing the investment funds grouped under the RAM Funds brand. He initiated with Maxime Botti the proprietary research that underpins the RAM European Equities Fund management. Emmanuel Hauptmann brings to the team extensive research experience in the alpha, risk and execution dimensions of the systematic investment processes.

Based on a systematic bottom-up stock picking methodology, no discretion is given to the Fund Managers in terms of stock allocation. In addition to the day to day management of the fund, the team's task is to optimize existing multi-factorial strategies, to test new ones under various market circumstances, to implement all retained strategies in the global system and to enhance the execution process.

## Investmentchancen im Segment

Unlike products of the ETF type, whose selection is exclusively based on the market capitalization of companies, the RAM European Equities Fund invests in companies solely according to their fundamental characteristics (value, growth), their risk characteristics (momentum, volatility) and their liquidity. To the extent that we cover a very wide range, we are confident that we will continue to succeed in identifying the best investment opportunities, all sectors and all capitalizations combined.

Furthermore, the dynamic nature of the RAM European Equities model makes prediction of future behaviour highly dependent to economic fundamentals, therefore in this uncertain environment the above mentioned orientation can vary quickly to adapt to new phases of an economic cycle or underlying trends.

| <b>Top 10 Holdings (Datum: 31.10.2013) %</b> |       |
|--|-------|
| A2A S.P.A                                    | 1.30% |
| Georg Fisher AG                              | 1.04% |
| Nordex SE                                    | 0.98% |
| Swiss Life Holding AG                        | 0.98% |
| Vestas Wind Systems                          | 0.96% |
| Atresmedia Corporacion                       | 0.90% |
| Plastic Omnium SA                            | 0.88% |
| Lagardere SCA                                | 0.88% |
| Sports Direct International                  | 0.85% |
| IREN S.P.A.                                  | 0.82% |
| Anteil Top 10 insgesamt                      | 9.59% |
| Anzahl der Positionen insgesamt              | 558   |

| <b>Marktrisiko (Datum: 31.10.2013)</b> | <b>Fonds (%)</b> | <b>Benchmark (%)</b> | <b>Differenz</b> |
|--|------------------|----------------------|------------------|
| United Kingdom                         | 19.90            | 30.70                | -10.8            |
| France                                 | 13.60            | 14.20                | -0.6             |
| Switzerland                            | 13.10            | 13.60                | -0.5             |
| Germany                                | 11.20            | 13.50                | -2.3             |
| Italy                                  | 6.70             | 3.20                 | 3.5              |
| Sweden                                 | 6.60             | 4.70                 | 1.9              |
| Denmark                                | 6.00             | 1.70                 | 4.3              |
| Spain                                  | 5.20             | 5.10                 | 0.1              |
| Norway                                 | 5.10             | 1.30                 | 3.8              |
| Netherlands                            | 2.30             | 6.20                 | -3.9             |
| Sonstiges                              | 10.40            | 5.90                 | 4.5              |
| Insgesamt                              | 100              | 100                  | 0                |

| <b>Sektor (Datum: 31.10.2013)</b> | <b>Fonds (%)</b> | <b>Benchmark (%)</b> | <b>Differenz</b> |
|-----------------------------------|------------------|----------------------|------------------|
| Financials                        | 23.4             | 22                   | 1.4              |
| Consumer-Discretionary            | 20               | 9.8                  | 10.2             |
| Industrials                       | 19.8             | 11.6                 | 8.2              |
| Healthcare                        | 7.9              | 12.3                 | -4.4             |
| Consumer Staples                  | 7.1              | 13.7                 | -6.6             |
| Utilities                         | 4.8              | 4                    | 0.8              |
| Telecommunications                | 4.7              | 6.1                  | -1.4             |
| Information Technology            | 4.6              | 3.2                  | 1.4              |
| Materials & Energy                | 7.7              | 17.3                 | 9.6              |

| <b>Währungsengagement (Datum: 31.10.2013)</b> | <b>%</b> |
|---|----------|
| EURO  | 58.3     |
| British Pound                                 | 11.9     |
| Swiss Franc                                   | 12.6     |
| Swedish Krona                                 | 6.4      |
| Danisk Krone                                  | 5.8      |
| Norwegian Krone                               | 5        |
| Sonstiges                                     |          |
| Insgesamt                                     |          |

## RAM (Lux) Systematic Funds European Equities B EUR

### Ergebnis

Der Fonds RAM (Lux) Systematic Funds European Equities B EUR 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).

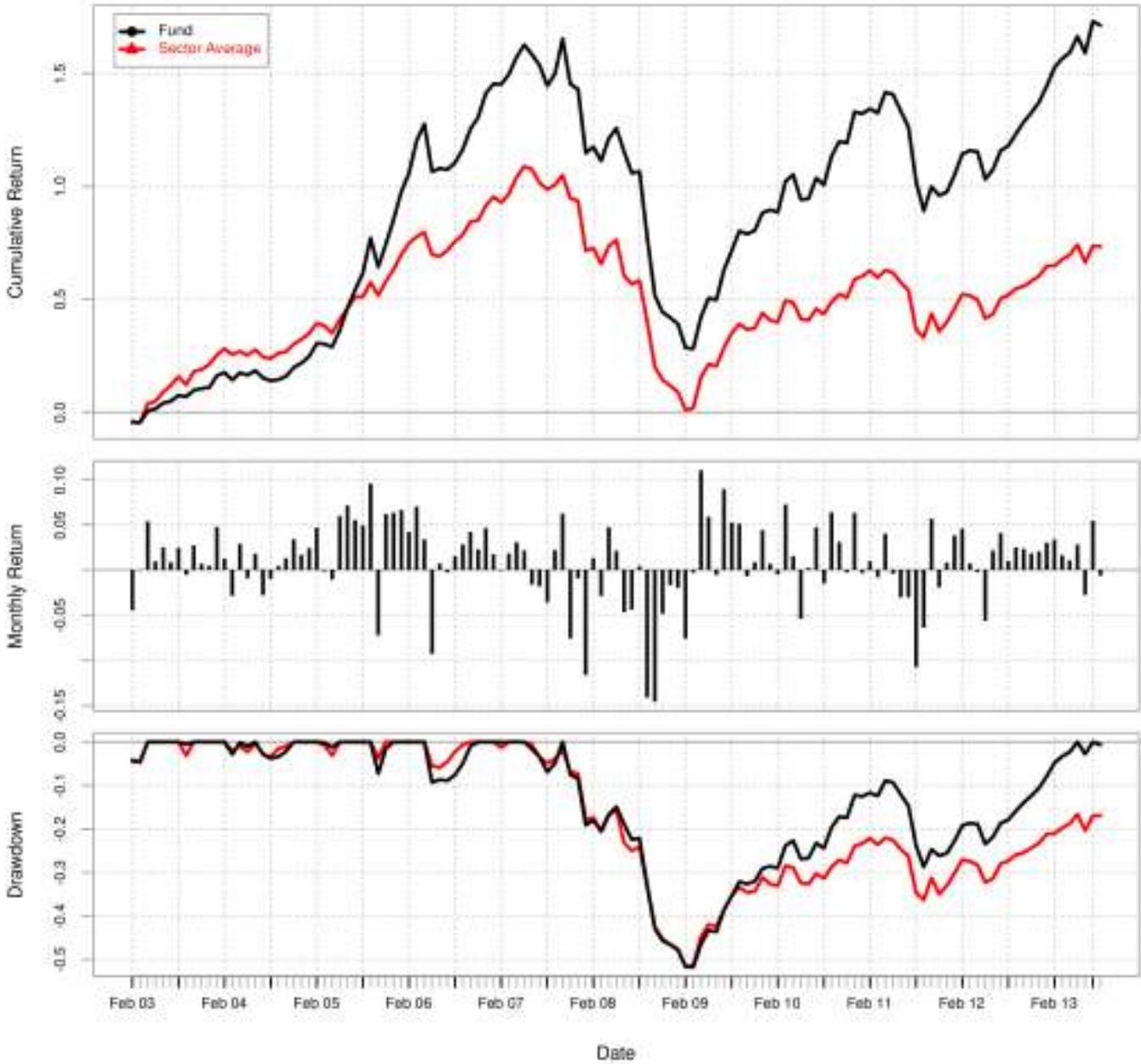
Das Quant Rating wird rein auf Grundlage der Performance Historie gegenüber der Peergroup bestimmt. Neben monatlichen, vierteljährlichen und jährlichen Renditen finden ebenfalls die Outperformance Wahrscheinlichkeit gegenüber dem Sektordurchschnitt, risikoadjustierte Performancemaße sowie diverse Risikomaße/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

**RAM (Lux) Systematic Funds European Equities  
B EUR**

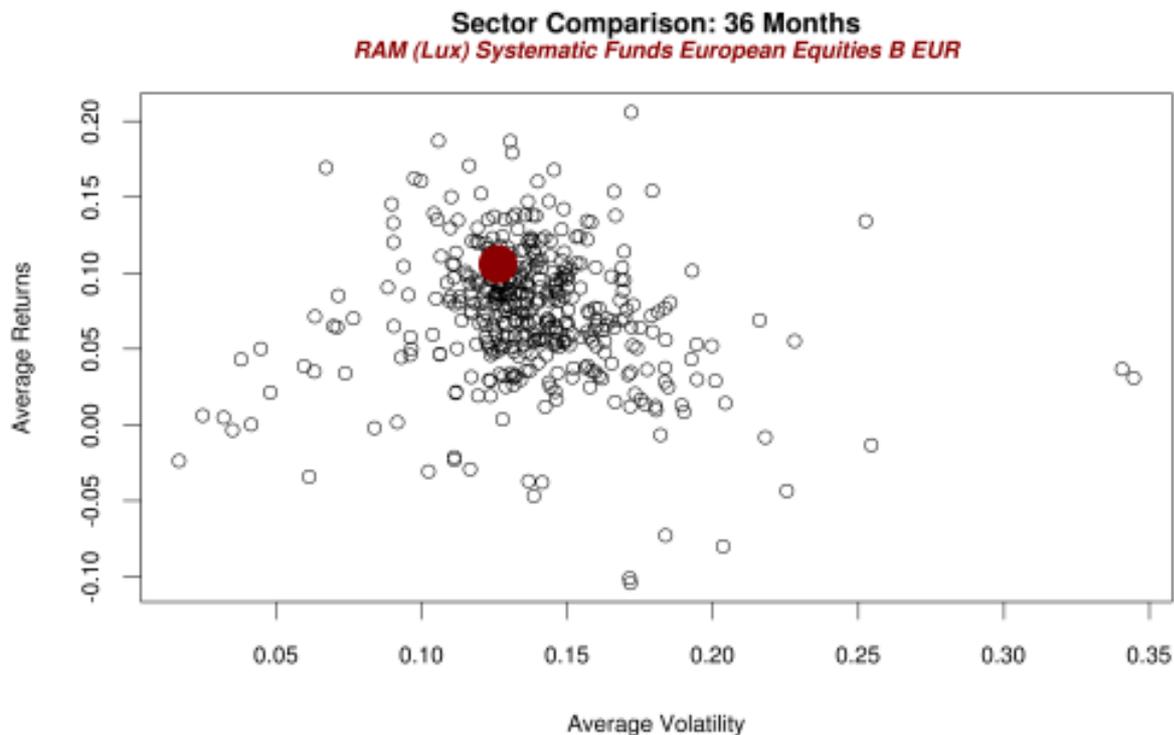
|                    |  |
|--------------------|--|
| Launch.Date        | 2003-01-31   |
| Fund.Size.m.       | 282  |
| Fund.Size.Date     | 2013-07-31   |
| Initial.Charge     | 0  |
| Annual.Charge      | 1.5  |
| Yield              | NA   |
| Sector             | GM Equity - Europe   |
| Fund.Type          | Offshore FSA   |
| Asset.Class        | Equity   |
| TER                |  |
| Fund.Benchmark     | MSCI Europe Net (TR) Index   |
| Fund.Manager       | Thomas de Saint Seine, Maxime Botti, Emmanuel Hauptmann                              |
| Fund.Manager.Since | 2001-01-31   |
| Start.of.data      | 2003-01-31   |
| diamonds.3Y        |  |
| diamonds.5Y        |  |

|                       | 2008          | 2009         | 2010         | 2011          | 2012         | 2013         |
|-----------------------|---------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|
| Jan                   | -11.63        | -1.98        | 0.66         | -0.35         | 3.79         | 2.99         |
| Feb                   | 1.28          | -7.58        | -0.51        | 0.95          | 4.55         | 3.34         |
| Mar                   | -2.88         | -0.32        | 7.20         | -0.81         | 0.69         | 1.59         |
| Apr                   | 4.70          | 10.99        | 1.51         | 3.98          | -0.24        | 1.03         |
| May                   | 2.09          | 5.86         | -5.40        | -0.43         | -5.65        | 2.80         |
| Jun                   | -4.67         | -0.56        | 0.21         | -3.03         | 2.10         | -2.78        |
| Jul                   | -4.38         | 8.91         | 4.70         | -3.04         | 4.06         | 5.40         |
| Aug                   | 0.38          | 5.20         | -1.50        | -10.71        | 0.96         | -0.65        |
| Sep                   | -14.10        | 5.09         | 6.33         | -6.38         | 2.48         |              |
| Oct                   | -14.56        | -0.72        | 3.05         | 5.63          | 2.30         |              |
| Nov                   | -4.85         | 0.83         | -0.29        | -1.92         | 1.80         |              |
| Dec                   | -1.68         | 4.38         | 6.29         | 0.80          | 2.03         |              |
| <b>Fund</b>           | <b>-41.63</b> | <b>32.73</b> | <b>23.73</b> | <b>-15.21</b> | <b>20.12</b> | <b>14.32</b> |
| <b>Sector Average</b> | <b>-42.26</b> | <b>28.78</b> | <b>10.42</b> | <b>-11.94</b> | <b>14.58</b> | <b>8.19</b>  |

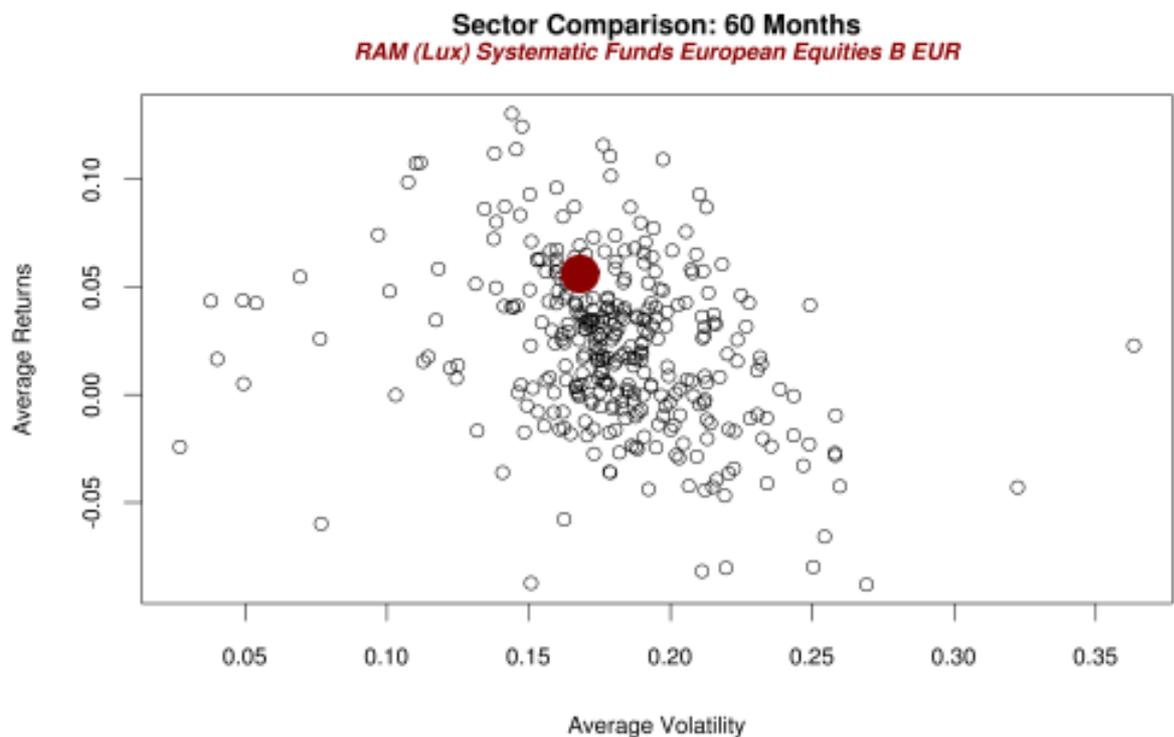
### Fund Performance



Performance Plot

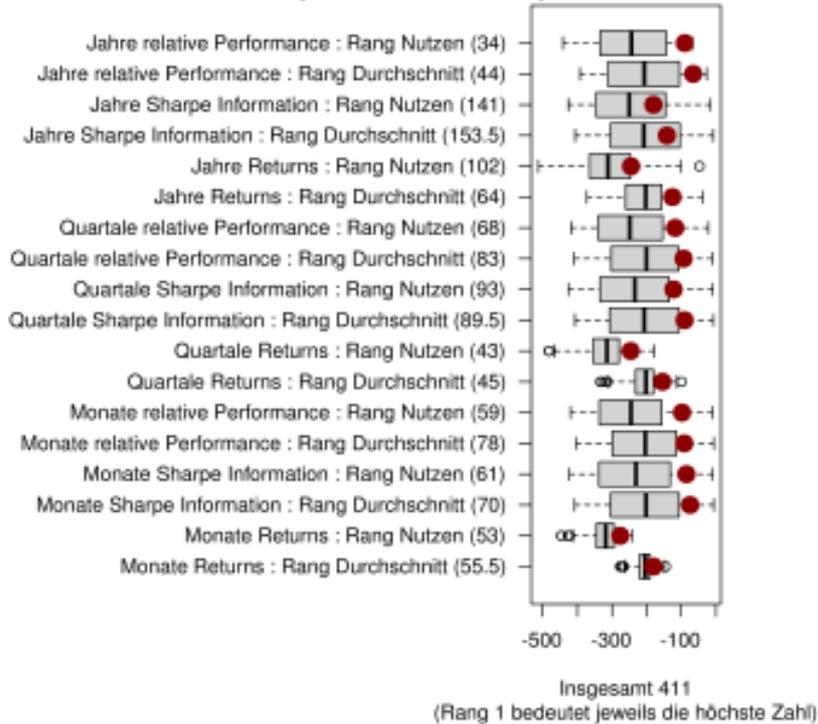


36 Monate Return-Risiko Sektorvergleich



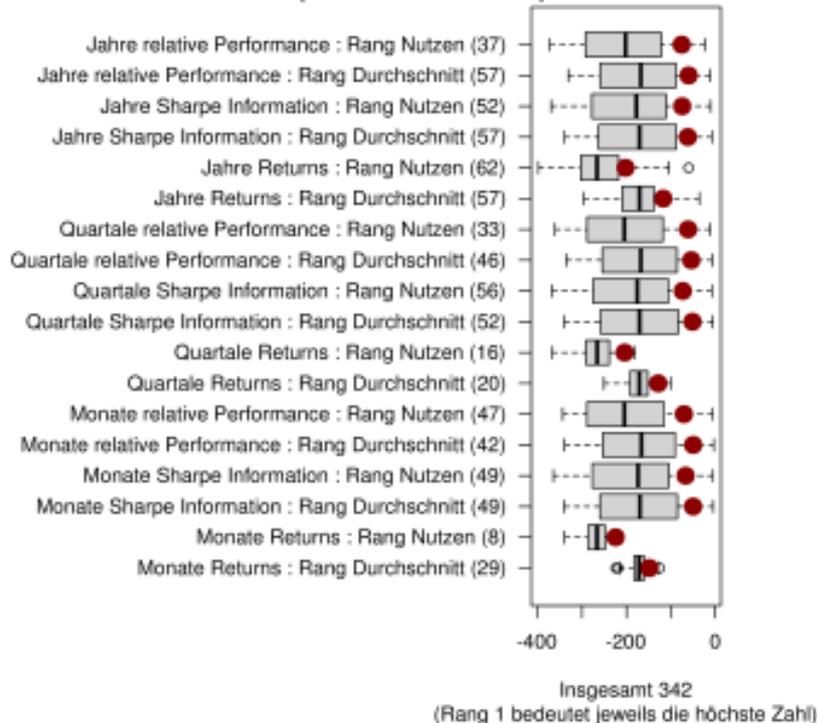
60 Monate Return-Risiko Sektorvergleich

**RAM (Lux) Systematic Funds European Equities  
B EUR  
Sektor Rang: 62 ; 3 Jahre  
( Stand : 2013-08-31 )**



36 Monate Rating Drilldown

**RAM (Lux) Systematic Funds European Equities  
B EUR  
Sektor Rang: 34 ; 5 Jahre  
( Stand : 2013-08-31 )**



60 Monate Rating Drilldown

## **Sonderbeiträge: Immobilienanlagen, Kreditfonds/Infrastruktur, Senior Secured Loans**



## Aberdeen - Wohnimmobilien als Assetklasse

***Stephan Schanz, Senior Analyst, European Property Research, Aberdeen Asset Management***

Die Assetklasse Immobilien bildet mit insgesamt rund 8.900 Milliarden Euro den größten realen Wert der deutschen Volkswirtschaft. Nach Berechnungen der BulwienGesa AG beläuft sich der Wert der deutschen Wohnungen auf rund 6.600 Milliarden Euro – rund 75% des gesamten Immobilienwerts in Deutschland. Abzüglich eigengenutzter Wohnungen verbleibt ein Mietwohnungswert von 2.250 Milliarden Euro (25%), der in etwa dem Gesamtwert des gewerblichen Immobilienbestands entspricht.

Diese Marktgröße spiegelt sich trotz der aktuell hohen Nachfrage nach Wohnimmobilien seitens institutioneller Investoren noch nicht auf dem Markt für Immobilientransaktionen wider. Investments in Wohnimmobilien (erfasst sind Transaktionen ab zehn Wohneinheiten) machen bei nahezu gleichem Bestandswert einen deutlich geringeren Anteil am Investmentmarkt aus als solche in gewerbliche Objekte. Bei Betrachtung der Kapitalherkunft nach deutschen und internationalen Investoren, gesplittet nach Gewerbe- und Wohninvestments treten jeweils deutliche Schwankungen auf. Der größte Anteil ausländischen Kapitals wurde im Boomjahr 2006 (77%) registriert, wohingegen während der Krise 2009 mit 92% vornehmlich deutsche Investoren in lokale Immobilien investierten. Für institutionelle, insbesondere ausländische Investoren ist die genaue Kenntnis der Immobilienanlage von besonderer Bedeutung. Der deutsche Immobilienmarkt wird im globalen JLL-Transparenzindex mit Rang 12 als transparenter Markt eingeordnet, jedoch gibt es erhebliche Unterschiede in der Datenverfügbarkeit abhängig von der Stadt (Standort) und Nutzungsart. Sind für Büroimmobilien in den Big-7<sup>2</sup> die wesentlichen Informationen für die Marktteilnehmer verfügbar, erweisen sich B-Städte als weit weniger transparent.

Positiver sieht das Bild bei Wohnimmobilien aus. Über Onlineportale sowie amtliche Mietspiegel ist für ein Gros der Standorte eine straßenzuggenaue Lageeinordnung sowie ein Mieten- und Preisspektrum abrufbar. Darüber hinaus werden in regelmäßigen Abständen Informationen über Kaufpreise oder Kaufpreisvervielfältiger veröffentlicht, sodass auch Zeitreihen vorliegen. Diverse Vergleichsindizes sind sowohl bundesweit als auch auf Städteebene verfügbar. Insgesamt zeigt der hohe Anteil internationaler Investoren in diesem Segment, dass der deutsche Wohnimmobilienmarkt zu einem hohen Grad in globale Investmentmärkte integriert ist. Dies bedeutet, dass die institutionellen Rahmenbedingungen von internationalen Investoren als stabil und professionell sowie die Funktionsweise der Märkte als effizient angesehen werden.

### **Wohnimmobilien – aktuelle Entwicklungen**

Im Rahmen des Monatsberichtes Oktober 2013 hat die Deutsche Bundesbank die Gefahr einer Hauspreisblase in Deutschland thematisiert. Nach Ansicht von Aberdeen Asset Management Deutschland gibt es hierzulande zur Zeit keine Anzeichen einer entsprechenden Blasenbildung. Vielmehr sind die Preisanstiege der vergangenen Jahre fundamental begründet und basieren neben gestiegenen Baukosten vornehmlich auf einem Missverhältnis von Angebot (niedrig) und Nachfrage (hoch) vor allem in den Metropolregionen sowie Nachholbedarfen aus einer teilweise jahrzehntelangen Stagnationsphase. Auf Grundlage von Berechnungen des Bundesinstituts für Bau-, Stadt- und Raumforschung (BBSR) besteht in Deutschland ein langfristiger Neubaubedarf von rund 250.000 Wohneinheiten pro Jahr. Aufgrund der geringeren Bautätigkeit der vergangenen Jahre hat sich ein

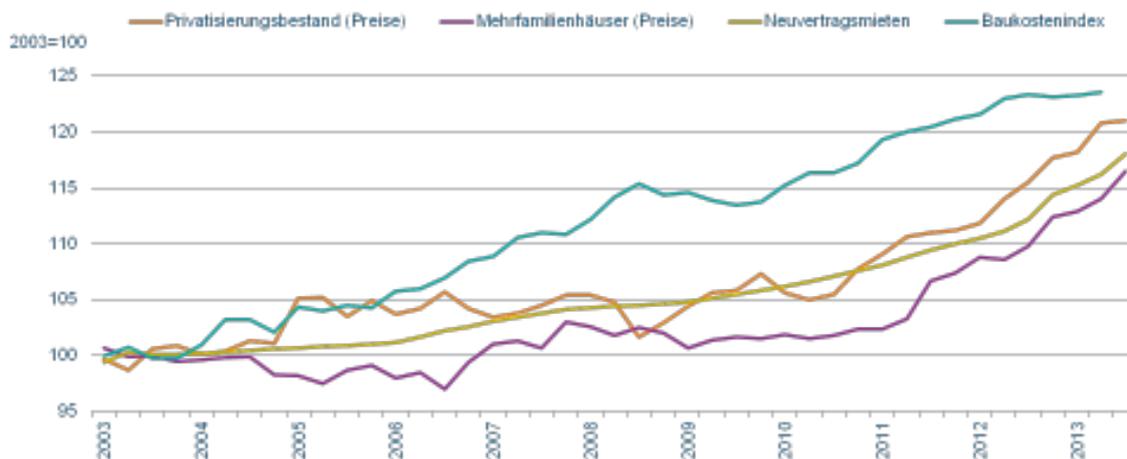
---

<sup>2</sup>Big-7: Berlin, Düsseldorf, Frankfurt am Main, Hamburg, Köln, München, Stuttgart

entsprechendes Back-log aufgebaut. Zwar hat die Bautätigkeit seit 2010 angezogen, erreicht jedoch bei weitem nicht die errechnete Bedarfsgröße. Nach Angaben des Statistischen Bundesamtes sind in den ersten drei Quartalen 2013 rund 202.100 Wohnungen genehmigt worden (+13,5% zum Vorjahreszeitraum).

Der Anstieg der Mieten vor allem in den Metropolen hat im Rahmen der aktuellen Koalitionsverhandlungen zu Debatten über eine „Mietpreibremse“ geführt. Nach aktuellem Stand wird der Koalitionsvertrag eine solche Mietpreibremse als Ziel für die Regierungsarbeit vorsehen. Geplant ist das Mietniveau für Anschluss-/Wiedervermietungen auf maximal 10% über dem ortsüblichen Niveau festzuschreiben. Die genaue Ausgestaltung dieser Regelung ist noch nicht bekannt, jedoch führt die Ankündigung zu einer deutlichen Verunsicherung des Marktes. Vor allem das Mietniveau bei Neubauprojekten ist auf Grundlage dieser Deckelung nahezu unkalkulierbar. Außerdem besteht die Gefahr, dass bestehende und laufende Projekte im Falle einer Anschlussvermietung auf ein niedrigeres Mietniveau zurückfallen und somit Einbußen im Cash-flow zu erwarten sind. Hier lautet neben der (rechtlichen) Umsetzbarkeit eines solchen Vorhabens die spannende Frage, wie letztendlich das ortsübliche Niveau definiert (z.B. Einbeziehung von Objektqualität, Baujahr etc.) und angewendet wird. Kurzfristig erwarten wir durch die Unsicherheiten ein moderates Absinken der Neubautätigkeit.

### Abbildung : Preisentwicklung Wohnen / Bauen



Quelle: vdp, destatis 2013

### Wohnimmobilien als defensives Investment

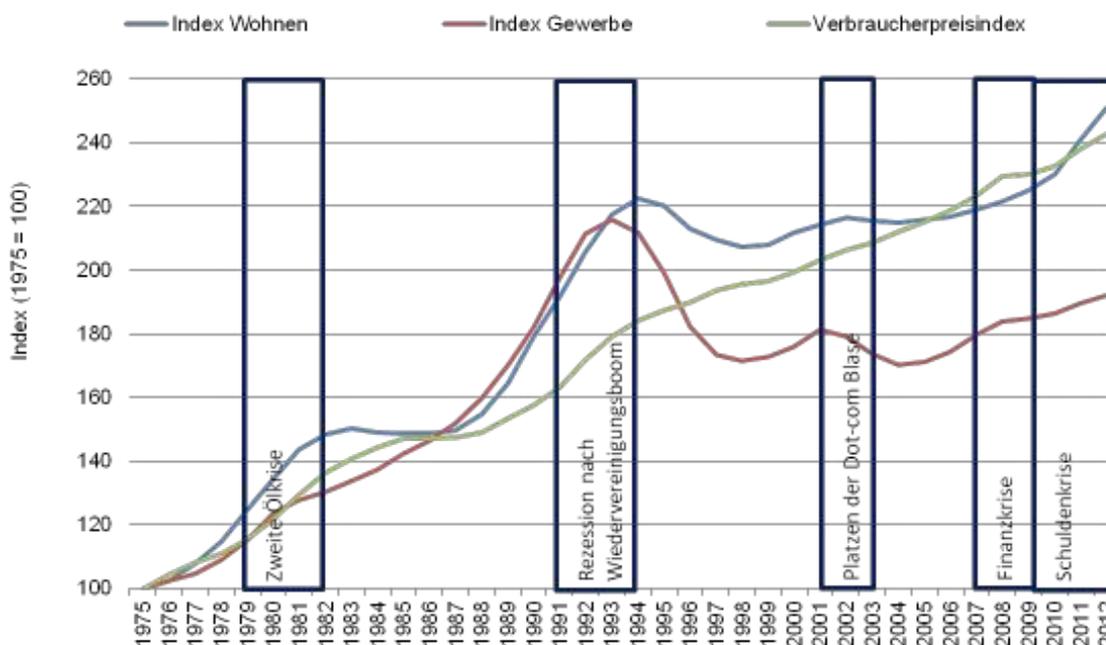
- Anlehnend an BulwienGesa-Indizes für Wohn- und Gewerbeimmobilien<sup>3</sup> (**Abbildung**) zeigt sich, dass der deutsche Wohnungsmarkt sehr robust gegenüber Krisen verläuft. Entgegen der schwachen wirtschaftlichen Lage in Europa während der Finanzkrise sind die Wohnungspreise und -mieten in Deutschland gestiegen, was u.a. in der stark diversifizierten Mieterstruktur von Wohnimmobilien begründet ist – ein Ausfall eines Großteils der Mieter und Mieten auf Grund von großen Einkommensverlusten ist eher unwahrscheinlich.
- Da Wohnen ein Grundbedürfnis ist, wird die Nachfrage nach Wohnfläche in wirtschaftlich schwierigen Zeiten nur wenig eingeschränkt. Stabilisierend wirken auch die Transferleistungen des Staates. Zudem sichern die makroökonomischen Rahmenbedingungen und die dezentrale Siedlungsstruktur eine stabile Einkommenssituation bei relativ niedrigen Mieten.
- Preisblasen durch eine zu lockere Kreditvergabe konnten in Deutschland bislang vermieden werden. Zurückzuführen ist dies u.a. auf die meist lang laufenden Annuitätendarlehen, relativ geringe Fremdkapitalanteile und eine geringe Bedeutung nachrangiger Darlehen. Auch die

<sup>3</sup>Die BulwienGesa-Indizes repräsentieren einen „Korb“ aus Immobilienpreisen und -mieten für 125 Städte.

Angebotsseite zeigt keine Anzeichen einer Überhitzung. Der langfristige Trend der Wohnungsfertigstellungen ist negativ und folgt tendenziell der Nachfrage bzw. passt sich an das demographisch bedingte, schwächere (aber weiter positive) Haushaltswachstum an.

- Dass die Angebotsseite allerdings nicht immer im Gleichgewicht ist, zeigt der starke Anstieg der Fertigstellungen in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre und die darauf folgende langanhaltende schwache Entwicklung der Mieten und Preise. Das damit verbundene Überangebot in dieser Zeit ist in erster Linie auf die steuerlichen Effekte durch die Möglichkeit von Sonderabschreibungen für Wohnimmobilien induziert.

**Abbildung : Entwicklung Wohn- und Gewerbeimmobilienmarkt sowie Verbraucherpreise**



Quelle: Aberdeen Asset Management, BulwienGesa AG (2013)

### Wohnimmobilien und Inflation

Die Bezeichnung von (Wohn-)Immobilien als „Betongold“ ist grundsätzlich nicht ungerechtfertigt. In Phasen hoher Inflation Ende der 70er/Anfang der 80er sowie zu Beginn der 90er Jahre stiegen auch die Wohnungsmieten und -preise stark an. Erkennbar ist aber auch, dass dies nicht nur auf die hohe Inflation, sondern auch auf das starke Wirtschafts- bzw. BIP-Wachstum zurückzuführen ist. Auch die schwache und unter der Inflationsrate liegende Entwicklung zwischen 1994 und 2008 deutet nicht darauf hin, dass sich Mieten und Preise grundsätzlich an die Inflationsrate anpassen. Umfassendere Analysen lassen die Hypothese zu, dass Grundstückspreise sowie Mieten sowohl für neue als auch für bestehende Wohnungen partiell zwar mit der Inflation steigen, der Anstieg aber unter der Inflationsrate liegt.

### Spitzenmieten und -renditen im Vergleich (Big-7)

Unsere Analysen lassen eine allmähliche Erosion der Büromieten infolge der Zunahme der Leerstände erkennen, während die Wohnungsmieten seit dem Ende der 90er Jahre kontinuierlich gestiegen sind. Offensichtlich ist auch die geringe Volatilität des Marktsegments Wohnen. Vor allem das Platzen der Internetblase, aber auch die Finanzkrise haben ihre Spuren auf dem Büroimmobilienmarkt, nicht jedoch bei den Wohnungsmieten hinterlassen.

Die (Netto-)Spitzenrenditen für Wohnungen und Büros lagen in den Big-7 im Zeitraum von 1990 bis

*Aberdeen - Wohnimmobilien als Assetklasse*

*Equity Europe*

2012 durchschnittlich mit 5,2% für Wohnen und 5,3% für Büro bzw. auf sehr ähnlichem Niveau. Dies erstaunt vor dem Hintergrund der oben beschriebenen defensiven Eigenschaften von Wohnimmobilien, weist aber letztendlich auf faire Preise hin und erklärt die gute Performance von Wohninvestments. Auch der Verlauf der Spitzenrenditen zeigt die Stabilität der Wohnungsmärkte. Im Unterschied zum Büromarkt sind diese in und nach den oben dargestellten Krisen nicht nach oben abgedriftet.

Die Spitzenrenditen (Q4 2012) unterscheiden sich kaum (4,8% Wohnen, 4,9% Büro). Auch wenn dies für den Wohnungsmarkt ein historisches Tief darstellt, gehen wir nicht von einer Überhitzung der Märkte aus. Ausgehend von einer weiterhin anhaltenden Reurbanisierung sowie Flächenverknappungen in zentralen Lagen wachsender Großstädte dürfte auch die Aussicht auf weiterhin steigende Mieten selten so hoch gewesen sein wie aktuell.

### **Immobilientyp und Anlagestrategie**

Grundsätzlich gilt bei der Analyse von Immobilienmärkten, dass die „Top-down“-Betrachtung bzw. die Analyse von stark aggregierten Durchschnitten nur ein erster Schritt sein kann. Bei einer nach Wohnungstyp und Standort differenzierten „Bottom-up“-Betrachtung der Assetklasse Wohnimmobilien kommt man schnell zu der Erkenntnis, dass es sich hier ähnlich wie bei Gewerbeimmobilien um ein sehr heterogenes Feld handelt. Dabei herrschen je nach Lage und Objekttypus unterschiedliche Renditespannen, aber auch unterschiedlicher Managementaufwand, Marktanpassungsmöglichkeiten und Kosten vor.

### **Resümee**

Aus fundamentaler Sicht sind deutsche Wohnimmobilien eine krisenfeste, defensive Assetklasse. Ein Auseinanderdriften von Angebot und Nachfrage dürfte auch in Zukunft wenig wahrscheinlich sein. Vor diesem Hintergrund haben deutsche Wohnimmobilien eine hohe Eignung als Basisinvestment in sicherheitsorientierten Immobilien- und Multi-Asset-Portfolios.

Dennoch sind in nächster Zeit die Beobachtung der Preissituation und die entsprechenden Konsequenzen für die Investitionsstrategie sowie die Ausgestaltung einer potenziellen Mietpreisbremse und deren Konsequenzen besonders wichtig. Momentan deuten unsere Indikatoren nicht darauf hin, dass die Wohnungspreise in Deutschland überhitzt sind. Lockerung von Standards bei der Kreditvergabe in Verbindung mit anhaltend niedrigen Zinsen und steigenden Inflationserwartungen können jedoch zu weiteren Preisanstiegen führen, die nicht mit den Perspektiven auf den Vermietungsmärkten im Einklang stehen.

Zu ergänzen ist, dass sich die Mieteinnahmen letztlich aufgrund der lokalen und auch objektspezifischen Angebots- und Nachfragesituation ergeben. Da diese innerhalb Deutschlands sehr unterschiedlich sein kann, sind entsprechende Bottom-up-Analysen unverzichtbar.

### **Ansprechpartner:**

Wolfgang Bernadzik  
Business Development Manager – Property  
Telefon +49 (0)69 768072-189  
[Wolfgang.bernadzik@aberdeen-asset.com](mailto:Wolfgang.bernadzik@aberdeen-asset.com)

Peter Dombeck  
Head of Business Development Institutional,  
Germany & Austria  
Telefon +49 (0)69 768072-312  
[peter.dombeck@aberdeen-asset.com](mailto:peter.dombeck@aberdeen-asset.com)



## **Deka - Kreditfonds – Eine neue Anlageklasse etabliert sich**

### **Kredite als Wertpapier bietet vielfältige Chancen für institutionelle Anleger**

Kreditfonds etablieren sich in den Portfolios institutioneller Investoren. Die Höhe der Kreditfondsvolumina steigt und Investoren nutzen diese attraktive Anlagealternative mit unterschiedlichsten Ausprägungen hinsichtlich Struktur und Rendite-Risiko-Profil. Die Möglichkeiten der Gestaltung sind vielfältig und tragen nachhaltig zur wachsenden Beliebtheit bei. Die Rendite-Risikoprofile unterscheiden sich je nach Fondsstrategie des Managers deutlich voneinander und es gilt: Kreditfonds ist nicht gleich Kreditfonds! Ein entscheidendes Auswahlkriterium für ein Investment in einen Kreditfonds ist daher die Strategie und –erfahrung des Managers.

### **Die Finanzierungsklassen im Vergleich: Immobilien und Infrastruktur**

Banken haben im Immobilienbereich seit Ausbruch der Finanzkrise ihr Finanzierungsengagement nachhaltig deutlich gesenkt und sind sehr viel selektiver geworden. Über vierzig Banken haben sich sogar vollständig aus der Immobilienfinanzierung zurückgezogen bzw. befinden sich in Abwicklung der Bereiche. Immobilienkredite werden zukünftig aufgrund der veränderten regulatorischen Rahmenbedingungen höhere Eigenkapitalunterlegungen (Basel III) und ein professionelles Kreditkundenmanagement (GroMiKV) erfordern. Insofern suchen Banken nach Möglichkeiten Ihre Kreditengagements weiterzugeben, zugleich aber die Kundenbeziehung aufrecht zu erhalten.

Institutionellen Investoren – vor allem solche mit einem langfristigen Anlagehorizont - suchen hingegen Investitionsmöglichkeiten, die kursstabil sind und über eine vergleichsweise attraktive Rendite verfügen. Kredite als Assets sind hierfür prädestiniert.

Gegenüber den Kapitalmarktprodukten profitieren Kredite von:

- einer Liquiditätsprämie, da Kredite vergleichsweise weniger fungibel sind und zumeist mittel- bis langfristig vereinbart werden,
- einer Marktzugangsprämie, da die Kreditvergabe eines Zugangs zum Kunden bedarf, der typischer Weise nur einer Auswahl von dann sogenannten Hausbanken offen steht,
- einer Komplexitätsprämie, da die Vertragsverhandlung und –ausgestaltung ungleich aufwendiger ist, als der Handel von Bonds am Kapitalmarkt.

Auch die Möglichkeit, sich an Infrastrukturfinanzierungen zu beteiligen, wird von immer mehr institutionellen Investoren gesucht. Infrastrukturfinanzierungen haben typischerweise eine langfristige Ausrichtung und aufgrund vergleichsweise sicherer und planbarer Cashflows eine hohe Wertstabilität. Zumeist sind Infrastruktureinrichtungen in ihrem Markt monopolistisch oder zumindest oligopolistisch. Man denke hier nur an Kraftwerke, Autobahnen, Pipelines oder Hafenanlagen. Hinzu kommt, dass zwar die Risikostruktur insbesondere in Hinblick auf die Verwertbarkeit aber auch in Hinblick auf die Fremdkapitalhebelung im Vergleich zum Immobiliensektor höher ausfällt, die erzielbaren Margen aber im Verhältnis ebenfalls deutlich höher liegen. Institutionelle Anleger, die hohe Anforderungen an

Mindestrenditen stellen, finden hier eine vergleichsweise attraktive Anlagemöglichkeit.

Bereits seit dem Jahr 2009 ermöglicht die Deka Immobilien Investment GmbH Anlegern ein Engagement in der Anlageklasse Kreditfonds und ist damit einer der Vorreiter am deutschen Markt in diesem Segment.

Mit den Investmentvermögen „Deka Realkredit Klassik“ (DRK) und „Deka Infrastrukturkredit“ (DIK) verwaltet die Deka Immobilien Investment GmbH bereits zwei Investmentsondervermögen für institutionelle Anleger, die mit diversifizierten Portfolios und überzeugenden Track-Records sowohl in Immobilien – als auch in Infrastrukturfinanzierungen investieren.

Die Deka Immobilien Investment GmbH bietet Anlegern mit ihren Investmentlösungen die Möglichkeit am Kreditbuch der DekaBank zu partizipieren. Das Fondsmanagement der Kreditfonds verfolgt den so genannten „Partaker-Ansatz“: Die DekaBank bleibt mit einem substantiellen Anteil bis zum Laufzeitende der Finanzierung neben den Kundenengagements ebenfalls investiert.

Deka Realkredit Klassik ist so strukturiert, dass alle Kredite mit erstrangigen Grundschuldbesicherung ausgestattet sind, die Mieteinnahmen signifikant den Kapitaldienst übersteigen und der Beleihungsauslauf bei maximal 50% liegt. Es werden ausschließlich Senior-Loans erworben. Im Falle eines Falles partizipieren die Investoren vorrangig an den Verwertungserlösen.

### **Individualfonds: Rendite-/Risikoprofil passgenau gestalten**

Eine hohe Nachfrage erfahren momentan insbesondere die so genannten Individualfondsmandate.

Im Rahmen eines individuell für sie aufgelegten Sondervermögens können institutionelle Anleger über den Anlegerausschuss ihre Wünsche und Vorstellungen einbringen. Trotz individueller Umsetzung der Investmentstrategie werden das komplette Handling und die Administration durch die Deka Immobilien Investment GmbH übernommen: angefangen bei der Festlegung der Anlagestrategie bis zum Asset Management und damit der Auswahl der Einzelinvestments bis zur Übernahme der Bewertung, ordnungsgemäßen Buchhaltung und Berichtserstellung.

Der Nutzen für den Investor liegt auf der Hand: Regelmäßige Preisfeststellungen, Portfolioanalysen und ein maßgeschneidertes Reporting reduzieren den Administrationsaufwand für den Investor bei einer attraktiven Kostenstruktur. Darüber hinaus profitieren die Anleger von den Zugangsmöglichkeiten der Kreditteams der DekaBank zu internationalen Top-Adressen. Die Kreditprüfung erfolgt dabei sogar zweifach: Nach eingehender Prüfung eines Engagements auf Seiten der DekaBank in den Bereichen Markt- und Marktfolge prüft das Fondsmanagement erneut die Markt- und Kreditrisiken der anzukaufenden Kredite. Im Anschluss erfolgt nochmals eine nachgelagerte Prüfung der Kredite durch das Risikocontrolling.

Das Fondsmanagement der Kreditfonds verfolgt auch bei Individualfonds den beschriebenen „Partaker-Ansatz“.

### **Individualität in der Praxis**

Im zweiten Quartal 2013 wurde von der Deka Immobilien Investment GmbH ein neues Investmentsondervermögen ins Leben gerufen, welches in internationale Transportmitteldarlehen investiert. Der Anleger ist ein Versorgungswerk, welches gedeckte Finanzierungen aus dem Bestand der DekaBank erwerben möchte. Hier übernimmt die Deka Immobilien Investment u.a. die Auswahl der Darlehen, die Analyse der Kreditverträge und das Risikomanagement. Auch der Ankauf wird vollständig vom Fondsmanagement durchgeführt. Gleichwohl findet ein regelmäßiger Austausch mit dem Investor statt und es werden Handlungsempfehlungen abgefragt, um ein kundenorientiertes Management sicherzustellen.

## Fazit

Kreditfonds sind eine geeignete Anlagelösung für Investoren, die ein diversifiziertes mit Realwerten unterlegtes Engagement suchen. Anlageziele, wie regelmäßige Erträge und Wertstabilität werden damit erreicht und bilden einen soliden Baustein im Portfolio eines Anlegers.

## Kontakte

Dr. Frank F. Ebner  
Leiter Alternative Investments  
Frank.Ebner@deka.de  
069 71 47-7580

Stefan Bauer  
Leiter Institutionelle Kunden Inland  
Stefan.Bauer2@deka.de  
069 71 47-38 51

[www.deka-institutionell.de](http://www.deka-institutionell.de)

## **ING Investment Management - Senior Loans bieten stabile Erträge, Diversifikationsvorteile und Schutz vor Zinserhöhungen**

**Autor: Olivier Struben, Teamleader des europäischen ING Senior Loans Team, London**



### ***Attraktive Anlageklasse ist über offene Fonds und Spezialfondsmandate für institutionelle Investoren zugänglich***

Das Augenmerk institutioneller Investoren richtet sich auch in Deutschland zunehmend auf die Anlageklasse Senior Loans. Bei diesen, oft auch als Leveraged Loans bezeichneten Darlehen handelt es sich um Großkredite im Volumen zwischen zehn und 50 Milliarden US-Dollar, die von Banken und anderen Finanzgesellschaften an Unternehmen aus dem Non-Investment-Grade-Bereich vergeben, dann verbrieft und am Sekundärmarkt verkauft werden.

Gerade im aktuellen Niedrigzinsumfeld machen Renditen von über sechs Prozent und eine variable Verzinsung die Großkredite interessant. Kaum eine Anlageklasse ist über den kompletten Konjunkturzyklus hinweg so attraktiv wie Senior Loans, denn sie bieten stabile Erträge sowohl bei steigenden Zinsen als auch in einem Umfeld lang anhaltender Niedrigzinsen.

In den Vereinigten Staaten sind Senior Loans schon ähnlich beliebt wie Hochzinsanleihen, in Europa dagegen ist die Anlageklasse einer breiten Öffentlichkeit noch relativ unbekannt. Dies liegt auch daran, dass Senior Loans erst seit etwa 20 Jahren für Anleger verfügbar sind. Zuvor hielten Geschäftsbanken ausgereichte Unternehmenskredite meist in ihren Büchern, erst Ende der 1980er Jahre etablierte sich in den USA ein Verbriefungsmarkt, der den teilweisen Verkauf dieser Kredite an institutionelle Investoren ermöglichte. Seitdem ist der Senior-Loan-Markt rapide gewachsen, nach Berechnungen der Credit Suisse beträgt das Volumen derzeit rund 1,3 Billionen US-Dollar. Wertmäßig haben die Senior Loans damit den Hochzinsanleihenmarkt eingeholt, und auch der Sekundärmarkt für die Loans ist inzwischen gut etabliert, vor allem in den USA.

Senior Loans werden oft mit Hochzinsanleihen verglichen, denn mit beiden nehmen Firmen Fremdkapital auf, und bereits vier von fünf Unternehmen nutzen diese Instrumente parallel. Es gibt aber viele signifikante Unterschiede, die Anleger beachten müssen.

***ING Investment Management - Senior Loans bieten stabile Erträge, Diversifikationsvorteile und Schutz vor Zinserhöhungen***  
***Equity Europe***

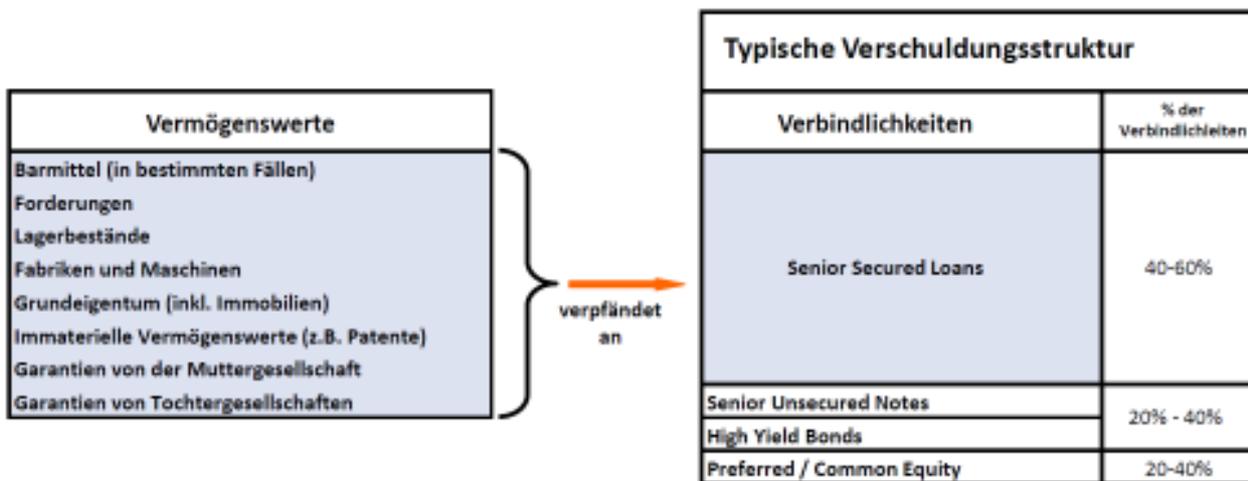
### Sicherheit und Gläubigerschutz haben Vorrang

Weil Senior Loans in der Regel an Kreditnehmer mit Non-Investment-Grade-Rating ausgereicht werden, ist das Ausfallrisiko in Bezug auf die Zins- und Tilgungszahlungen theoretisch größer als bei Investment-Grade-Schuldnern. Allerdings haben viele Unternehmen nur aufgrund ihrer Größe kein Investment-Grade-Rating, über ihre Bonität muss dies nichts aussagen. Im laufenden Jahr etwa wird bei Senior Loans eine Ausfallrate von nur zwei bis maximal drei Prozent erwartet, was unter dem historischen Schnitt liegt und ein beherrschbares Risiko darstellt.

Die Zins- und Tilgungszahlungen sind bei Senior Loans eine vertragliche Verpflichtung des Emittenten, die Vorrang vor der Zahlung von Dividenden, der Rückzahlung von Eigenkapital an die Anteilseigner und der Zinsausschüttung an Anleihehaber hat. Deshalb sind Senior Loans in der Regel mit weniger Risiken verbunden als unbesicherte, nachrangige Verbindlichkeiten oder Eigenkapitalinstrumente des gleichen Emittenten.

Auch im Konkursfall werden Senior Loans typischerweise bevorzugt zurückgezahlt, und meistens sind sie durch Teile oder das ganze Vermögen des Schuldners besichert. Damit weisen sie in der Kapitalstruktur eines Unternehmens gegenüber High-Yield- und Investment-Grade-Anleihen ein wesentlich höheres Absicherungs-niveau auf.

Abbildung 1: Besicherung und typische Verschuldungsstruktur eine Senior-Loan-Schuldners



Quelle: ING Investment Management

Wenn der Wert des Sicherungsgutes im Konkursfall nicht mehr dem Erwerbswert der Senior Loans entspricht, kann die Liquidation unter Umständen keine ausreichenden Erlöse mehr bringen, um die Forderungen des Investors zu befriedigen. Dieser Fall ist aber selten, was sich auch daran ablesen lässt, dass die Rückgewinnungsquote (Recovery Rate) bei Senior Loans zwischen 1995 und September 2013 im Durchschnitt 80 Prozent betrug, während Halter von Hochzinsanleihen im Konkursfall nur 30 bis 50 Prozent ihres investierten Geldes zurückerhielten.

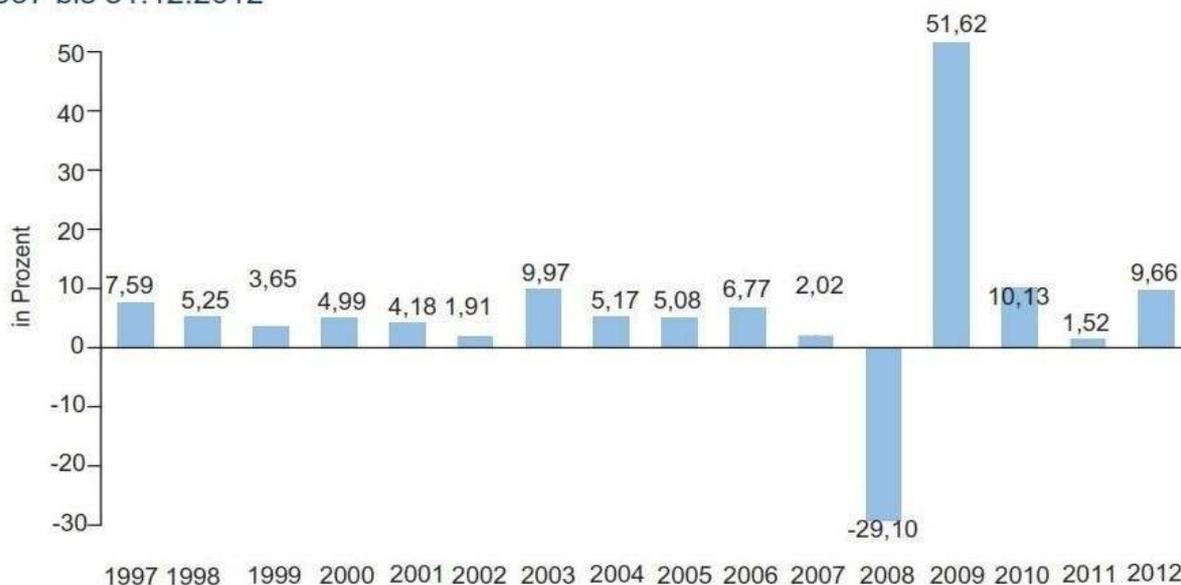
Dem Gläubigerschutz dient auch, dass Senior Loans per Kreditvertrag abgeschlossen werden. Dieser kann den Geschäftsbetrieb des Schuldners starken Restriktionen unterwerfen, um seine Kapitaldienstfähigkeit abzusichern. So können Verschuldungsobergrenzen festgelegt werden, möglich sind auch Beschränkungen beim Kauf anderer Gesellschaften oder beim Verkauf von Betriebsteilen. Die Auflagen sehen zudem beim Eintritt bestimmter Ereignisse, etwa der Ausgabe neuer Aktien oder dem Verkauf wichtiger Vermögenswerte, automatische Tilgungsverpflichtungen vor. Verstößt der Kreditnehmer gegen Auflagen, hat der Kreditgeber zudem oft die Möglichkeit, den Zinsaufschlag zu erhöhen oder das Darlehen vorzeitig fällig zu stellen.

## Hohe und stabile Erträge seit vielen Jahren

Senior Loans bieten eine attraktive Verzinsung. Das Marktbarometer S&P/LSTA Leveraged Loan Index verzeichnete seit seiner Auflegung fast durchgängig positive Jahreserträge, lediglich auf dem Höhepunkt der Kreditkrise im Jahr 2008 brachen die Kurse ein. Die Verluste wurden aber schon im folgenden Jahr wieder wettgemacht, als der Index eine Rekordrendite von 51 Prozent erreichte. Inzwischen liegen die Renditen durchschnittlich wieder bei jährlich über sechs Prozent seit Indexeinführung. Die Volatilität ist mit aktuell weniger als einem Prozent auf Zwölfmonatssicht zudem äußerst niedrig.

Abbildung 2: Gesamtrenditen von Senior Loans

1997 bis 31.12.2012



Quelle: S&P/LSTA Leveraged Loan Index

## Variable Verzinsung schützt vor Zinserhöhungen

Anders als bei festverzinslichen Rentenanlagen erhalten Investoren bei Senior Loans eine variable Verzinsung, die sich aus einem Basiszinssatz – meist Libor/Euribor - und einem Risikoaufschlag zusammensetzt. Dieser liegt im Schnitt zwischen 250 und 600 Basispunkten. Solange sich an der Bonität des Schuldners nichts ändert, bleibt der Risikoaufschlag in der Regel stabil, jede Änderung des Geldmarktzinses schlägt sich jedoch in der Gesamtverzinsung nieder.

Für Anleger hat die variable Verzinsung den Vorteil, dass das Kursrisiko aufgrund schwankender Zinsen gering ist – anders als beispielsweise bei Anleihen, deren Kurse bei Zinserhöhungen in der Regel nach unten tendieren. Außerdem beinhalten die meisten Senior Loans einen Mindestwert, unter den die variable Grundverzinsung nicht sinken kann, gängig ist ein Satz von einem Prozent.

Ganz ausgeschlossen sind Zinsrisiken allerdings auch bei Senior Loans nicht. Steigen beispielsweise die Zinsaufschläge, etwa infolge einer Verschlechterung der Wirtschaftslage oder eines Überangebots an neuen Loans, kann ihr Wert sinken. Fallen die Zinsaufschläge, würde der Wert der Loans zwar tendenziell eher steigen, die Kreditnehmer aber könnten niedrigere Zinsen auf ihre bestehenden Schulden aushandeln oder sie durch Refinanzierung zu einem niedrigeren Zinssatz tilgen. Gläubiger müssten in diesem Fall entweder niedrigere Zinssätze akzeptieren oder die Tilgungserlöse zu niedrigeren Marktsätzen anderswo anlegen. Markante Steigerungen der Marktzinsen können überdies einen Anstieg der Ausfallraten nach sich ziehen, weil Kreditnehmer dem Schuldendienst nicht mehr

nachkommen können.

### Hervorragende Diversifikationsmöglichkeiten locken

Wegen ihrer niedrigen oder sogar negativen Korrelationen zu traditionellen Anlageklassen können Senior Loans die Volatilität eines Anlageportfolios deutlich senken helfen. Im Zeitraum von 1992 bis Dezember 2012 etwa lag die Korrelation des Credit Suisse Leveraged Loan Index zur US-Aktienbenchmark S&P-500-Index bei nur 0,37, zur Benchmark für US-Unternehmensanleihen, dem Merrill Lynch US Corporate Bonds Index, bestand ebenfalls eine mit 0,31 sehr niedrige Korrelation. Etwas höher fiel naturgemäß mit 0,76 der Gleichlauf zum Hochzinsanleihen-Barometer Credit Suisse High Yield Index aus, dafür lag die Korrelation zu fünf- bis siebenjährigen US-Staatsanleihen mit minus 0,32 sogar im negativen Bereich. Gegenüber dem Goldpreis besteht übrigens nahezu gar kein Gleichlauf, der Korrelationswert liegt nahe Null.

Abbildung 3: Korrelationen im Credit Suisse Leveraged Loan Index

1992 – 31.12.2012

|                                |      |                             |       |
|--------------------------------|------|-----------------------------|-------|
| Credit Suisse High Yield Index | 0,76 | JPM Emerging Markets        | 0,22  |
| FTSE NAREIT All REITs          | 0,49 | Gold                        | 0,03  |
| Dow Jones Wilshire 5000        | 0,43 | U.S. 30 Day Tbill           | -0,02 |
| Russell 2000                   | 0,43 | Barclays U.S. Agg Bond      | -0,03 |
| MSCI Eafe                      | 0,42 | Merrill Lynch Mortgage      | -0,13 |
| Standard and Poor's 500        | 0,37 | Barclays U.S. Corporate Aaa | -0,13 |
| Merrill Lynch ABS              | 0,31 | U.S. Govt 10+ Years         | -0,31 |
| IA SBBI U.S. Inflation         | 0,31 | U.S. Govt 5-7 Years         | -0,32 |
| Merrill Lynch U.S. Corporate   | 0,31 |                             |       |

Quelle: Credit Suisse, Bloomberg, Ibbotson Associates

### Anleger sollten einige Besonderheiten im Auge behalten

Trotz zunehmender Volumen und Liquidität im Senior-Loan-Handel ist der Markt noch immer relativ illiquide, vor allem im Vergleich zu den Anleihe- und Aktienmärkten. Es kann daher unter Umständen zu Schwierigkeiten beim Kauf oder Verkauf von Senior Loans kommen, die ungünstig auf die Kurse einwirken. Weil die meisten Transaktionen von Broker-Dealern vermittelt werden, die für große Geschäfts- oder Investmentbanken tätig sind, dauert das Settlement von Senior-Loan-Transaktionen zudem meistens länger als bei vergleichbaren Geschäften an den Anleihe- oder Aktienmärkten. Außerdem besteht ein potenziell höheres Kontrahentenrisiko, da Senior-Loan-Transaktionen direkt zwischen den Investoren abgeschlossen werden.

Wer in Senior Loans investieren will, sollte zudem bedenken, dass viele Non-Investment-Grade-Schuldner nicht börsennotierte Firmen sind, die keine von großen Ratingagenturen wie Standard & Poor's oder Moody's geratete Schuldinstrumente ausgegeben haben. Investoren sind deshalb oft von den Kreditanalysen ihres Portfoliomanagers abhängig, und solche Analysen können schwierig sein. Informationen zu Senior-Loan-Schuldnern sind nämlich nicht allgemein zugänglich, wenn die Firmen

keinen aufsichtsrechtlichen Berichtspflichten unterliegen. Gute Portfoliomanager können aber auch ohne öffentliche Informationen genug über die Senior-Loan-Schulder erfahren, denn Kreditnehmer müssen ihren Kreditgebern regelmäßig Finanzinformationen zur Verfügung stellen, die ausführlicher als öffentliche Mitteilungen sind. Außerdem sind Informationen zu Schuldnern auch von anderen Investoren, kreditgebenden Stellen oder Managern erhältlich.

### **Bequemer Marktzugang über Investmentfonds oder Spezialfondsmandate**

In den USA können Investoren schon seit Jahren über Publikumsfonds in Senior Loans investieren. In Europa ist die Anlageklasse noch eine Domäne institutioneller Anleger, vor allem aus regulatorischen Gründen. Nach der UCIT-Richtlinie regulierte Publikumsfonds etwa dürfen keine Loans ins Portfolio nehmen, anders als bestimmte Fonds nach Luxemburgischen Recht. ING Investment Management beispielsweise bietet europäischen Investoren Senior Loans in einer Euro-Anteilsklasse und einer währungsgesicherten US-Anteilsklasse an. Ab einem Volumen von 100 Millionen US-Dollar oder 70 Millionen Euro können auch Spezialfondsmandate umgesetzt werden.

Grundsätzlich ist der Unterschied zwischen offenen und geschlossenen Anlageprodukten bei Senior Loans sehr wichtig. Offene Fonds müssen ihre Anteile jederzeit zurücknehmen können, weshalb sie große Teile ihres Vermögens in Barmittel oder andere Vermögenswerten investieren, die weniger illiquide als Senior Loans sind. Dies kann die Verzinsung und das Korrelationsprofil gegenüber „reineren“ Senior-Loan-Anlagen verändern.

Geschlossene Fonds können Senior Loans dagegen höher gewichten, weil sie wegen ihrer Rücknahmebeschränkungen Barmittel oder liquide Anlagen nicht im gleichen Umfang vorhalten müssen wie offene Fonds. Sie unterliegen deshalb auch in geringerem Umfang dem Risiko, bei Rücknahmeforderungen einen beträchtlichen Teil des Fonds zu möglicherweise ungünstigen Preisen liquidieren zu müssen.

Auch über den Einsatz von Fremdkapital zur Hebelung („Leverage“) müssen sich Anleger informieren. Bei stabilen oder steigenden Märkten kann Leverage durchaus sinnvoll sein, um die Fondserträge zu steigern. Bei fallenden Märkten dagegen potenziert Leverage in der Regel die Verluste. Wichtig ist auf jeden Fall, nur einem erfahrenen Manager zu vertrauen, der die vielen Besonderheiten des Senior-Loan-Marktes kennt. Ein Portfoliomanager muss die Kreditverträge von Senior Loans genau prüfen, denn mitunter können bestimmte Klauseln den Gläubigerschutz aufweichen. Extrem wichtig sind auch gute Beziehungen, denn wenn neue Loans auf den Markt gebracht werden, sind die potenziellen Investoren auf Einladungen der Banken, Unternehmen oder Sponsoren angewiesen. Nur Asset Managern, die sich über Jahre als zuverlässige Partner der Emittenten erwiesen haben, haben Zugang zu allen interessanten Transaktionen.

### **Attraktive Beimischung für institutionelle Portfolios**

Das Wachstum des Senior Loan-Sektors brach zuletzt alle Rekorde, per Ende August 2013 verzeichnete der Markt bereits über 60 aufeinanderfolgende Wochen mit Mittelzuflüssen. Das wachsende Interesse spiegelt auch der Renditeaufschlag von Hochzinsanleihen gegenüber Senior Loans wider, der mit aktuell rund einem Prozent weit unter dem historischen Durchschnittswert liegt. Überraschend ist diese Popularität nicht, denn obwohl Senior Loans nicht alle Bedürfnisse institutioneller Anleger befriedigen können, sind sie als Beimischung im Portfolio sehr interessant.

-ENDE-

Kontakt:

Michael Schrinner  
Senior Sales Director Institutionals  
**ING Investment Management**  
Westhafenplatz 1  
60327 Frankfurt am Main  
T: +49 69 50 95 49 - 13  
F: +49 69 50 95 49 - 31  
Email: [michael.schrinner@ingim.com](mailto:michael.schrinner@ingim.com)

### Über ING IM International\*

ING IM International\* ist ein globaler Asset Manager und Teil der ING Group, einem globalen Finanzdienstleister niederländischer Herkunft. ING IM International verwaltet ca. Euro 176 Milliarden\*\* (USD 238 Mrd.\*\*\*) Assets under Management. Zu unseren weltweiten Kunden gehören private und institutionelle Investoren. ING IM International beschäftigt mehr als 1.100 Mitarbeiter und ist in 18 Ländern in Europa, im Nahen Osten, Asien und den USA vertreten.

\*Die Bezeichnung „ING IM International“ beinhaltet Geschäftseinheiten in Europa, im Nahen Osten, in Singapur, Japan und US-Niederlassungen (Atlanta und New York). ING IM International bereitet sich zusammen mit ING's europäischer Versicherungssparte darauf vor, zukünftig unabhängig von der ING Group zu agieren.

\*\*Stand: Q3 2013, 30. September 2013;

Weitere Informationen erhalten Sie unter  
<http://www.inginvestment.com/US/OurPeople/Senior-Loans/index.htm>



## **Invesco - Senior Secured Loans - Eine optimale Kombination**

### ***Attraktive Verzinsung, kurze Duration, niedrig korrelierte Wertentwicklung***

Es ist Zeitenwende. Nach Einschätzung von Invesco verlangt das aktuelle Kapitalmarktumfeld nach tiefgreifenden Änderungen in der Asset Allokation, um die gewünschten realen Zielrenditen dauerhaft erreichen zu können. Viele vormals sehr beliebte Rentenanlagen wie etwa bonitätsstarke Staatsanleihen weisen inzwischen niedrige oder gar negative reale Renditen aus und das bei einem gleichzeitig signifikantem Durationsrisiko. In allen großen Währungsräumen – US-Dollar, Euro, Britische Pfund, Schweizer Franken und Yen – liegen die Leitzinssätze heute unter einem Prozent. Erschwerend kommt hinzu, dass keine belastbaren Prognosen zur zukünftigen Entwicklung des Zinsniveaus gemacht werden können.

Aus diesem Grund müssen Investoren die Renten-Allokation schon heute so wählen, dass sie flexibel auf zukünftige Zinsschritte reagieren und automatisch an Zinsanhebungen partizipieren können, ohne die Anlagerendite zu verwässern. Anleger, die die Wahrscheinlichkeit von Zinserhöhungen in den nächsten Jahre unterschätzen, setzen sich einem unnötigen Risiko aus. Vor dem Hintergrund der aktuellen Marktbedingungen bieten Senior Secured Loans (SSL), also erstrangige, besicherte Kredite an Unternehmen, attraktive Ausstattungsmerkmale und eine passende Antwort auf die Bedürfnisse institutioneller Investoren:

- Minimales Durationsrisiko und damit Schutz gegen steigende Zinsen
- Vergleichsweise geringe Volatilität der jährlichen Anlageergebnisse
- Sehr attraktive risikoadjustierte Rendite
- Aktives Risikomanagement durch umfassende Kreditsicherungsmechanismen
- Positive Diversifikationseffekte auf Portfolio-Ebene

### **Syndizierung der Kredite und Handel im Zweitmarkt**

Senior Secured Loans sind privat arrangierte, von einem Konsortium von Banken und institutionellen Kreditgebern bereitgestellte Darlehen (Loans), über die Unternehmen Zugang zu Fremdkapital erhalten. SSL sind traditionell mit einer variablen Verzinsung ausgestattet, die sich aus dem Referenzzinssatz - üblicherweise LIBOR oder EURIBOR - und einer Risikoprämie zusammensetzt.

An der Strukturierung eines idealtypischen SSL wirken in der Regel drei Parteien mit – der Kreditnehmer, der Mandated Lead Arranger in Form einer Geschäfts- oder Investmentbank und ein Konsortium von Kreditgebern. Kernaufgabe des Mandated Lead Arranger ist es, im Auftrag des Kreditnehmers den Loan zu strukturieren und zu verwalten. Zeitgleich stellt er ein Konsortium aus weiteren Kreditgebern zusammen, so dass die betragsmäßig sehr hohen Kredite und die damit

verbundenen Kreditrisiken nach einer ausführlichen Due Dilligence auf mehrere Konsortialbanken verteilt werden können (Kreditsyndizierung).

Auch wenn das Loan-Geschäft komplex erscheint, es entspricht in seiner Grundform dem klassischen Kreditgeschäft von Banken. Lediglich die Syndizierung der Kredite und der Handel im Zweitmarkt, bei dem Investoren die Loans erwerben können, stellen Neuerungen dar, die sich erst in den letzten beiden Jahrzehnten entwickelt haben.

Der Markt für institutionelle Loans ist in den letzten Jahren stark gewachsen. Insgesamt hat sich allein in der letzten Dekade das Volumen an den Sekundärmärkten in den USA und Europa verfünffacht. Gleichzeitig wird der US-Markt immer mehr von Retail-Investoren durchdrungen. Insgesamt unterstreicht dies den Eindruck, dass der Loan-Markt sich zusehends zu einer nachgefragten Assetklasse entwickelt hat.

### **Reife des Loan-Marktes**

Ein wesentlicher Gradmesser für die Reife einer Assetklasse ist die Liquidität des betrachteten Marktes. Für den Loan-Markt kann festgestellt werden, dass sich die Liquidität stetig verbessert und inzwischen ein ausreichendes Niveau für den täglichen Handel erreicht hat. Ursächlich für diese Entwicklung sind der zunehmende Appetit der Investoren auf Loans, die Verbesserungen der Handelsprozesse sowie die höhere Transparenz und Verlässlichkeit in Bezug auf die Preisfeststellung durch Dritte.

Nach dem Ausnahmejahr 2008 mit der Lehman-Pleite hat der Zweitmarkt wieder in ruhigeres Fahrwasser zurückgefunden. Trotz der Unsicherheiten an den Kapitalmärkten verzeichneten die Geldkurse von SSL eine stetige Erholung. Gleichzeitig verengte sich die Geld-Brief-Spanne und die tägliche Preisvolatilität ging Schritt für Schritt zurück.

Für die nachhaltige Reife des institutionellen Loan-Marktes sprechen zudem die Tiefe und Breite der Investorenbasis. In den USA reichen die Investoren von Publikumsfonds mit täglicher Liquidität, über institutionelle Pensionfonds hin zu auf Kreditarbitrage ausgerichtete Hedge Fonds. Wie in vielen anderen Bereichen hat auch im Loan-Markt im Zuge der post-Lehman-Ära eine gesunde Marktberreinigung stattgefunden.

### **Senior Secured Loans schaffen Mehrwert**

SSL sind auf Grund ihres Fremdkapitalcharakters per se den Rentenanlagen zuzuordnen. Eine besondere Stärke von SSL besteht darin, dass sie trotz ihrer Klassifizierung als Non-Investment-Grade-Investments über zahlreiche Mechanismen verfügen, um die Gläubiger vor einem Zahlungsausfall zu schützen bzw. im Insolvenzfall ihre Position gegenüber allen anderen Kapitalgebern zu stärken:

*Nachhaltige Kreditsicherheiten:* SSL sind durch nachhaltige Kreditsicherheiten dinglich abgesichert. Als Kreditsicherheiten dienen sämtliche Unternehmensaktiva wie beispielsweise Immobilien, Maschinen und Patente. Die Prüfung und Bewertung der Werthaltigkeit der Sicherheiten ist wesentlicher Teil der Due Dilligence.

*Erstrangige Bedienung im Insolvenzfall:* SSL-Gläubiger stehen im Rang vor allen anderen Kapitalgebern. Im Falle von Zahlungsausfällen werden Loan-Gläubiger somit als Erste bedient, was im Vergleich zu Hochzinsanleihen zu einer deutlich höheren Verwertungsquote führt.

*Gläubigerschutzklausel (Covenants):* Im Rahmen der Strukturierung von SSL werden Gläubigerschutzklauseln vertraglich vereinbart, die den Handlungsspielraum des Kreditnehmers zu Gunsten einer erfolgreichen Bedienung des Kredits abstecken, indem sie etwa den Verkauf eines profitablen Geschäftsbereichs ablehnen.

*Permanente Kreditüberwachung durch Kreditgeber:* Eine strikte Überwachung der wirtschaftlichen

Verhältnisse, der Kapitaldienstfähigkeit sowie der Einhaltung der Covenants auf Basis nichtöffentlicher Informationen erhöht die Transparenz und ermöglicht ein frühes Eingreifen des Gläubigers bei Nichteinhaltung.

### **Schutz gegen steigende Zinsen und Inflation**

Es kann zurzeit keine belastbare Aussage darüber gemacht werden, wann in der Zukunft die Zinsen steigen werden. Mit Blick auf die historisch niedrigen Zinsniveaus und die konzertierten Aktionen der Notenbanken verfügen zwei Zinsszenarien nach heutiger Einschätzung über die größte Eintrittswahrscheinlichkeit - mittel- bis langfristig stagnierende Zinsen oder mittel- bis langfristig steigende Zinsen.

Auf Grund ihrer besonderen Ausstattung sind SSL-Investoren in beiden Szenarien optimal positioniert. Die im Vergleich zu anderen Rentenanlagen gegenwärtig sehr attraktive laufende Verzinsung von SSL macht sie auch in einem Umfeld stagnierender Marktzinsen zu einem interessanten Investment. Für das aus Anlegersicht jedoch gefährlichere Szenario – in Form mittel- bis langfristig steigender Zinsen – sind SSL-Anlagen optimal ausgestattet. In Folge der quartalsweisen Anpassung der variablen Zinsen an den Referenzzinssatz ist eine vollständige Partizipation am steigenden Marktzins gegeben. Gleichzeitig geht von Zinssteigerungen keine echte Gefahr auf die Kurse von SSL aus, was auf die mit durchschnittlich 45 bis 60 Tagen sehr kurze Duration zurückzuführen ist.

Als empirischer Beweis für den natürlichen Hedge gegen steigende Zinsen lässt sich die Zinsanstiegsphase der USA zwischen Juni 2004 und Juni 2006 heranziehen. Während die US-Notenbank in diesem Zeitraum die Zinsen 17 Mal um insgesamt 425 Basispunkte anhub, konnte sich der SSL-Referenzindex (Credit Suisse Leveraged Loan Index) gegenüber traditionellen kurzlaufenden und langlaufenden Bondindizes deutlich besser entwickeln. Ein Blick auf das Risikomaß Volatilität zeigt zudem, dass die Outperformance mit einem vergleichsweise niedrigeren Volatilitätsniveau des SSL-Referenzindex gelang, was innerhalb der Vergleichsgruppe zu einer insgesamt überlegenen Sharpe Ratio geführt hat.

### **Beeindruckendes historisches Renditeprofil**

Der Blick auf die historischen Ergebnisse von SSLs – gemessen am Credit Suisse Leveraged Loan Index – zeigt eine beeindruckende Wertentwicklung. Seit Auflegung des Index im Januar 1992 schloss jedes Kalenderjahr mit einem positiven Ergebnis ab. Lediglich das Krisenjahr 2008 wies eine negative Performance aus, die allerdings bereits im Folgejahr überkompensiert wurde.

Trotz der markanten Kurskorrektur in 2008 sind zwei Beobachtungen entscheidend: Erstens blieben im Vergleich zu anderen Assetklassen, die ebenfalls stark unter Druck gerieten, die Cash Flows sehr stabil. Zweitens waren große Teile des massiven Kursrückgangs fundamental nicht begründbar, weshalb die Fehlbewertungen bereits im Folgejahr wieder korrigiert wurden. Investoren, die mutig an einer Buy-and-Hold-Strategie festhielten, wurden dafür belohnt: Zwischen 2008 und 2010 konnte insgesamt ein absoluter Ertrag von 4,3% p.a. aus einer Investition in SSL verbucht werden, obwohl die Ausfallraten für SSL in diesem Zeitraum eine Rekordhöhe erreichten

### **Konstante Wertentwicklung, niedrige historische Volatilität**

Trotz der teilweise stark schwankenden Entwicklung an den Geld- und Kapitalmärkten, zeigt der Blick auf die verschiedenen Marktphasen bzw. Zinsszenarien des vergangenen Jahrzehnts, dass sich SSL in nahezu allen Phasen entweder sehr stark oder zumindest sehr robust gezeigt haben. Besondere Bedeutung hat auch die Entwicklung des Referenzindex in den Krisenjahren 1993/1994 („Bond Bubble“), 1998 („LTCM-Zusammenbruch“) sowie 2000 bis 2002 („Tech Bubble“), in denen der Index sehr solide positive Ergebnisse erzielte. Insgesamt unterstreicht die konstante Performance über die verschiedenen Marktzyklen hinweg das sehr gute Risiko-Ertrags-Profil der Assetklasse.

Das robuste Profil von SSL spiegelt sich auch in ihrer Volatilität gemessen am Credit Suisse Leveraged Loan Index wider. Mit Ausnahme der Subprime-Krise der Jahre 2007 bis 2009 lag die Einjahres-Volatilität seit Auflage des Index im Januar 1992 regelmäßig unter 5%. Nicht nur die Konstanz der niedrigen Volatilität ist bemerkenswert, sondern auch dass sie gegenüber ausgesuchten europäischen und amerikanischen Anleihenindizes (Investment-Grade, Non-Investment-Grade) vergleichsweise geringer ist.

Ursächlich für diese Entwicklung ist die regelmäßige Anpassung des Basiszinssatzes der SSL an das aktuelle Zinsniveau. Bleiben sowohl Marktliquidität als auch Bonität des Gläubigers unverändert, ist der Einfluss von Zinsänderungen auf die Kurse von SSL nur marginal. Bei Festzinsanleihen dagegen erfolgt die Anpassung an eine Marktzinsänderung über den Kurs der Anleihen, was die Volatilität der Festzinsanleihe und damit das Kursrisiko für Anleger implizit erhöht.

### **Attraktive Diversifikation innerhalb einer Asset Allokation**

Auf Grund ihres attraktiven Charakters (kurze Duration, hohe laufende Verzinsung, besondere Kreditsicherungsmaßnahmen) und der über verschiedene Zyklen robust verlaufenden Performance, korrelieren SSL nur sehr gering mit anderen Assetklassen. Dies macht sie aus Sicht von Invesco zu einem sehr attraktiven Baustein innerhalb einer institutionellen Asset Allokation. Die über die letzten zehn Jahre gemessenen Diversifikationsvorteile beschränken sich nicht nur auf die Assetklasse „Aktien“. Vielmehr können sich auch interessante Mehrwerte innerhalb der Rentenallokation – unabhängig vom Anlageuniversum und Kreditrating – ergeben.

So haben beispielsweise SSL im Durchschnitt der letzten 10 Jahre nur sehr gering mit europäischen Unternehmensanleihen und sogar negativ mit europäischen Staatsanleihen korreliert. Investoren bietet sich somit im aktuellen Umfeld die Chance, durch die Beimischung von SSL zu einem europäischen Investment-Grade-Portfolio das nicht ausreichend eingepreiste Durationsrisiko einer bonitätsstarken Anleihe gegen das - in der historischen Betrachtung - attraktiv gepreiste Kreditrisiko eines SSL zu tauschen.

Auch die Kombination von SSL mit Hochzinsanleihen kann zur Reduzierung des Portfoliorisikos beitragen. Bereits ein aus 50% US-Loans und 50% US-Hochzinsanleihen bestehendes Portfolio hätte das Portfoliorisiko, gemessen an der Volatilität der monatlichen Ergebnisse im Durchschnitt der letzten 10 Jahre, um rund 20% gegenüber einem vollständigen Investment in US-Hochzinsanleihen reduziert.

Insgesamt kann eine Beimischung von SSL neben der Reduzierung der Portfoliovolatilität auch aktiv die Duration des Portfolios steuern. So kann beispielsweise in Erwartung steigender Zinsen die Duration eines Rentenportfolios durch die Beimischung von SSL signifikant reduziert werden. Preisrückgänge aus anderen Rentenpapieren können abgedeckt und die Portfoliovolatilität insgesamt reduziert werden. Somit lassen sich je nach Markterwartung interessante Opportunitäten für die strategische als auch taktische Asset Allokation von Loans wahrnehmen.

### **Fazit**

Vor dem Hintergrund der aktuellen Lage an den Geld- und Kapitalmärkten kann konstatiert werden, dass es nur wenige Rentenanlagen gibt, die derzeit eine attraktive Verzinsung bei niedriger Duration und maßvoller Volatilität bieten. Senior Secured Loans vereinen diese Eigenschaften und liefern gleichzeitig als Folge der niedrigen Korrelation mit anderen Assetklassen attraktive Diversifikationsvorteile, die sich auf Portfolioebene insbesondere in Form einer Minderung der Gesamtvolatilität positiv bemerkbar machen.

Nach Einschätzung von Invesco sind es die genannten Faktoren, die SSL zu einer interessanten Investmentopportunität machen. Trotz der nachweislichen Vorzüge sind jedoch insbesondere europäischen Investoren in dieser Assetklasse noch unterinvestiert, was primär auf die Non-

Investment-Grade-Einstufung der SSL sowie der damit verbundenen aufsichtsrechtlichen Besonderheiten zurückzuführen ist. Im Vergleich zu anderen Non-Investment-Grade-Anlagen verfügen SSL jedoch über umfangreiche Kreditsicherungsmaßnahmen, die den Gläubigern im Insolvenzfall eine erstrangige Bedienung zusichern und nachweislich eine höhere Verwertungsquote bieten.

Mit Blick auf das aktuell niedrige Zinsniveau bewirkt die Beimischung variabel verzinsten SSL eine Reduzierung des Durationsrisikos ohne die Portfoliorendite zu verwässern. Dieser Effekt hilft dabei, Portfolios gegen steigende Zinsen abzusichern, die unweigerlich in der Zukunft bevorstehen werden. Auf Grund der hohen laufenden Rendite von SSL, die für den US-Markt rund 152 Basispunkte und für den europäischen Markt rund 178 Basispunkte über dem historischen Durchschnitt liegen, scheint sich derzeit ein guter Zeitpunkt für Investoren zu bieten, die eine Anlage mit attraktivem Risiko-Ertrags-Profil suchen.

Björn Wolber, CFA  
Investment Consulting Continental Europe

## 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.



ich weiß, dass jeder meiner Kunden anders ist.  
ich will auf ihre individuellen Bedürfnisse eingehen.  
ich nutze die Möglichkeiten, die ETFs bieten.

**Jeder Anleger ist anders.  
Genau deshalb gibt es iShares.**

**Informieren Sie sich beim weltweiten ETF-Marktführer.  
Rufen Sie uns an unter 089 42729-5858 oder besuchen  
Sie unsere Website unter [www.iShares.de](http://www.iShares.de)**

 **iShares**<sup>®</sup>  
by **BLACKROCK**<sup>®</sup>

Nur für institutionelle Anleger. Der Anlagewert sämtlicher iShares Fonds kann Schwankungen unterworfen sein und Anleger erhalten ihren Anlagebetrag möglicherweise nicht zurück. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung und bietet keine Garantie für einen Erfolg in der Zukunft. Anlagerisiken aus Kurs- und Währungsverlusten sowie aus erhöhter Volatilität und Marktkonzentration können nicht ausgeschlossen werden. "iShares" ist eine eingetragene Marke der BlackRock Institutional Trust Company, N.A. © 2013 BlackRock Asset Management Deutschland AG. Sämtliche Rechte vorbehalten