

# VI VorsorgeInvest Aktien Schweiz

Mehrwert für langfristig orientierte Investoren

# Was zeichnet unseren Anlagestil aus ?

Eine Outperformance von über 1% p.a. sollte im Dreijahresvergleich möglich sein

## Ausrichtung auf die Stärken der Schweizer Wirtschaft

- Anlagen in die grossen globalen Leader
- Starke Berücksichtigung der internationalen Nischenanbieter

## Ausrichtung auf zentrale Risikoprämien

- Nebenwerteprämie, die vom globalen Wachstum abhängt
- Value-Prämie, die besonders im Nebenwertebereich anfällt
- Die Finanzindustrie produziert diese Prämien – deshalb sind sie stabil

## Wertorientierte Titelauswahl

- Bottom-up-Prinzip
- Qualität - Bilanz ist ebenso wichtig wie die Erfolgsrechnung
- Keine Indexausrichtung bei der Festlegung der Titelgewichtung (multiple Sampling über verschiedene Risikoparameter)

# Risikoprämien im Schweizer Aktienmarkt

Höher und nachhaltiger als allgemein erwartet

Der Schweizer Aktienmarkt offeriert zwei Prämien:

- Die Small Cap-Prämie
- Die Value-Prämie

Die Prämien sind *nachhaltig*

- Die Finanzindustrie produziert diese Marktanomalien
  - Grösse und Liquidität werden bevorzugt
  - geringere Abdeckung durch Finanzanalysten
- Die Arbitrage ist zeitintensiv und risikoreich
- Informationsaufbereitung ist nicht gratis

Die Prämien sind aber in der kurzen Frist instabil

- Es braucht lange Halteperioden
- Es bedarf eines antizyklischen Anlageverhaltens

# Nebenwerte-Performance im Langfristvergleich

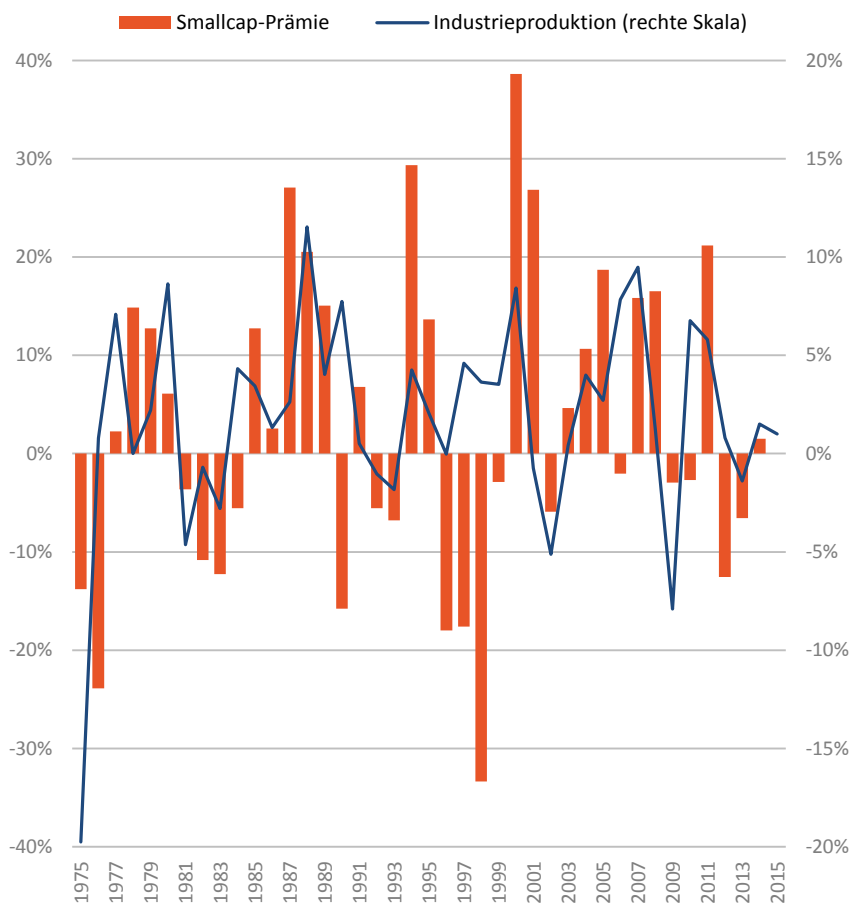
## Überlegenheit der Nebenwerte



- Nebenwerte haben in der Vergangenheit die Blue Chips deutlich übertroffen – und dies mit geringeren Risiken
  - Small Caps haben im Vergleich zu Mid Caps deutlich besser abgeschnitten
  - Illiquide Aktien haben liquide Titel deutlich abgehängt
- ⇒ Kleinere Firmen sind agiler und profitieren stärker von der Globalisierung und der Dynamik der Weltwirtschaft
- ⇒ Sie nutzen Technologietrends in Richtung Effizienz, Nachhaltigkeit, Komfort, Sicherheit, Miniaturisierung

# Small Cap Prämie und Industrieproduktion seit 1974

Die Small Cap-Prämie ist vom Konjunkturverlauf abhängig



- Die Small Cap-Prämie fällt zyklisch an und ist abhängig von der Industrieproduktion. Schwankt aber stärker.
- Sie ist besonders hoch in der reifen Phase des Aufschwungs, wenn sich die Gewinne normalisieren
- Nur zweimal hat dieser Zusammenhang nicht gespielt – leider auch in der jüngsten Vergangenheit

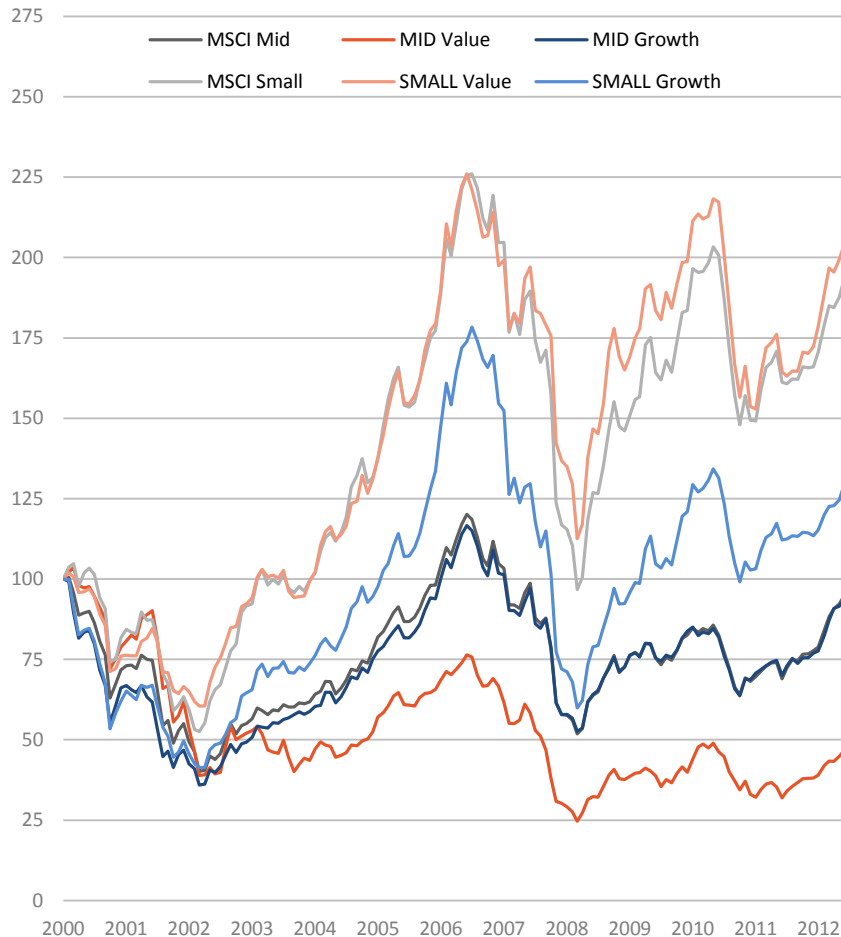
⇒ Die Höhe der Prämie kann prognostiziert werden

⇒ Antizyklische Umsetzungen verstärken die Effekte

Quelle: Bloomberg, VI

# Im Small Cap-Segment gilt: Value schlägt Wachstum

## Mid Caps als Ausnahmerecheinung



Quelle: Bloomberg, VI

- Substanzwerte erzielen langfristig eine bessere Performance als Wachstumswerte – so steht es im Lehrbuch
- Im Small Cap Bereich stimmt diese Aussage – nicht aber im Mid Cap Segment
- Die Stildifferenzierung hat seit der jüngsten Finanzkrise zugenommen
- Neue Stile im Aufschwung

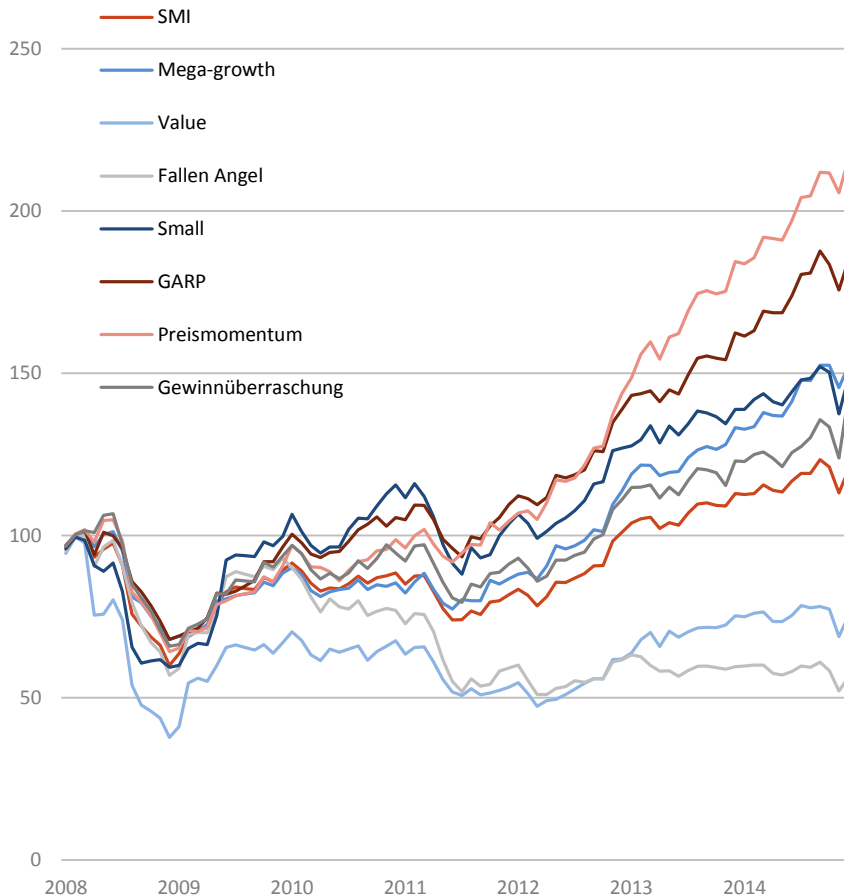
⇒ Stileffekte gewinnen im Nebenwertebereich an Bedeutung

⇒ Im Zweifelsfall gilt: das relativ Günstigere ist zu bevorzugen (Value)

⇒ Mechanische Umsetzung über breite Diversifikation oder passive Abschöpfung sind suboptimal

# Auch im SMI-Teil gibt es Stilprämien

Systematische Performancescheren im SMI Teil sind zahlreicher als erwartet



Quelle: Bloomberg, VI

- Auch im SMI Teil gibt es einen Small Cap Effekt
  - Der reine Value-Growth-Ansatz klappt in diesem Segment nicht
  - Die Stildifferenzierung hat auch im SMI-Teil seit der jüngsten Finanzkrise zugenommen
  - Die kumulierten Performancedifferenzen im effizientesten und liquidesten Marktsegment sind grösser als allgemein erwartet
- ⇒ Stileffekte gewinnen auch im Blue Chip Teil an Bedeutung
- ⇒ Im Zweifelsfall gilt: Kleinere Titel und Momentum-Strategien sind vorzuziehen

# Faktorprämien fallen zyklisch an

Stil Rotation über den Börsenzyklus hinweg als Mehrwertquelle

Stil Prämien müssen aktiv verwaltet und sinnvoll kombiniert werden:

- Wachstum und High Beta werden überzahlt – deshalb strategisch meiden
  - Value, Small Cap und Preismomentum sind langfristig interessant – können aber mehrere Jahre hinter dem Index liegen
  - Low Volatility, Dividendenperlen und Bilanzqualität sind in Abschwungphasen vorzuziehen
  - Fallen Angel: nach drei Jahren gibt es Umkehreffekte
- ⇒ Stil Rotation über den gesamten Börsenzyklus kann zur Überrendite beitragen – eine Erkenntnis, die seit den 90er Jahren bekannt ist
- ⇒ Risiko Voraussagen und relative Bewertung stehen bei uns im Fokus bei der Festlegung der Stil Rotation
- ⇒ Fundamentale und makroökonomische Faktoren müssen gleichzeitig überwacht werden



# Vernachlässigung der Small Value-Prämie

Anlagestile von bekannten europäischen Portfoliomanagement-Gesellschaften

Anlagestile	Wachstum	Indexorientiert	Wert	Total
Grosskapitalisierte Unternehmen	16%	38%	6%	<b>60%</b>
Gemischt	6%	18%	0%	<b>24%</b>
Kleinkapitalisierte Unternehmen	10%	6%	0%	<b>16%</b>
<b>Total</b>	<b>32%</b>	<b>62%</b>	<b>6%</b>	<b>100%</b>

- Die Finanzindustrie erzeugt Marktanomalien, indem sie das Segment der Small Value Caps ignoriert
- Dies als Folge der passiven, indexnahen und themenorientierten Vermögensverwaltung, welche sich zunehmend auf liquide Marktsegmente konzentriert
- Es gibt kaum Value-Manager im Small Cap Bereich

# Marktentwicklung und Anlageverhalten

Indexnahe Verwaltung führt zu suboptimalen Lösungen

Bilanzrezessionen nach grösseren Finanzkrisen

- Performancedifferenzen nehmen zu
- Klarere Differenzierung zwischen Strukturgebern und Strukturverlierern
- Qualität setzt sich noch stärker durch
- Titelauswahl wird noch zentraler

Antizyklische Umsetzung gewinnt an Bedeutung

- Institutionelle Anleger handeln prozyklischer und schneller
- Liquiditätskrisen treten häufiger auf – Liquiditätsfallen müssen umgangen werden
- Konjunkturabhängigkeit und Kurzlebigkeit der Prämien nehmen zu

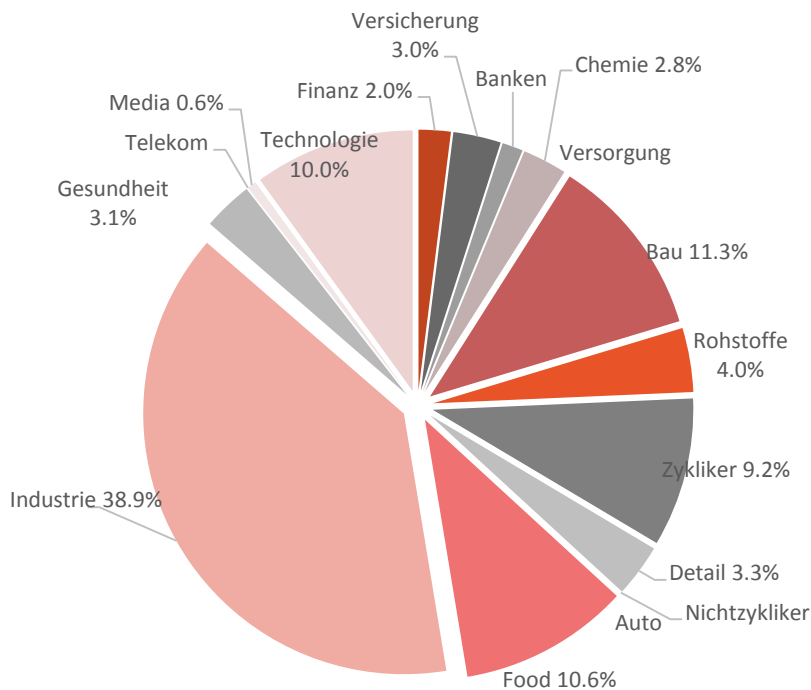
Volatilität der Märkte liegt unter dem historischen Durchschnitt

- Es braucht längere Halteperioden und eine entsprechende Risikobereitschaft
- Das traditionelle Risikomanagement stösst an Grenzen

⇒ Handwerkliches Können und Erfahrung werden zu strategischen Erfolgsfaktoren

# Strategische Ausrichtung verbessert Branchendiversifikation

Branchenmix widerspiegelt Struktur der Schweizer Volkswirtschaft



- Der SPI wird von den drei Branchen Pharma, Food und Banken & Versicherungen dominiert
- Der Industriebereich hat in unserem Universum ein grösseres Gewicht
- Auch andere zyklische Sektoren wie Chemie, Technologie sowie Konsum erhalten einen grösseren Stellenwert
- Die Binnenwirtschaft (Bau, Detailhandel) ist besser vertreten

⇒ Die stärkere Gewichtung der Nebenwerte im VI-Universum führt zu einem besser diversifizierten Vermögen

⇒ Die Performanceabhängigkeit von einzelnen Aktien wird gebrochen

# Das VI Portfolio folgt den Megatrends

Eine Japanisierung der Schweizer Wirtschaft ist durchaus möglich

## Globale Megatrends im Portfolio

- Nebenwerte sind Global Players – aber mit einem grösseren Hebel
- Infrastrukturanbieter profitieren von Urbanisierungstrend
- Die Schweizer Exportindustrie ist stark in Asien verankert
- Die Schweiz setzte früh auf Energieeffizienz

Bei technologischen Trends ist die Schweiz mit Innovationen dabei

- Nachhaltigkeit hat Akzeptanz gewonnen
- Auch bei der Mobilität gibt es viele Schweizer Zulieferer
- Miniaturisierung, Komfort, Sicherheit sind Schweizer Industriethemen

Die alten Megatrends (Überalterung, Gesundheit, Sparen) verlieren an Bedeutung

- Die alten Megatrends waren im Blue Chip-Bereich gut aufgehoben
- Die Bewertung von Indexschergewichten hat gelitten

⇒ Das VI Portfolio ist für den Strukturwandel hervorragend positioniert

⇒ Neues Spiel seit dem SNB-Entscheid: Transaktionsrisiken müssen besser kontrolliert werden

# Wertorientierter Stock Picking-Ansatz nach Bottom-up-Prinzip

Titelauswahl erfolgt nach systematischem, zweistufigem Verfahren

## 1. Monatliches Screening aller kotierten Titel im Zentrum:

- Nach Bewertung (Preis/Buchwert, Kurs/Gewinn)
- Nach technischen Kriterien (Momentum, Position relativ zum letzten Höchst, Underperformance)
- Verstärkte Berücksichtigung des Graham-Filters - Kriterien: Bilanzqualität, Gewinnstabilität, Dividendenhistorie, stabiles Gewinnwachstum, kein P/E über 20x, P/E mal Preis/Buchwert < 22.5x

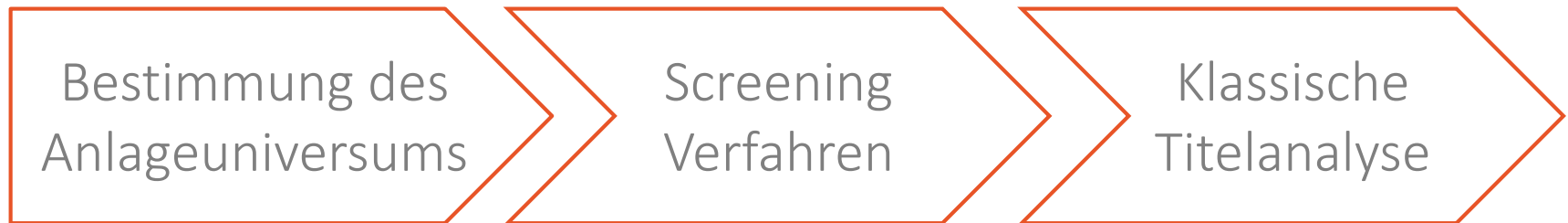
## 2. Bewertung der qualitativen Faktoren:

- Erfolgsausweis des Managements
- Einzigartigkeit und Marktposition der Produktpalette
- Corporate Governance
- Wenn nötig: Entwicklungen im Aktionariat

⇒ Der Einfluss der Finanzdaten auf den Aktienkurs wird tendenziell eher überschätzt; geringer Mehrwert durch bessere Qualität der Schätzungen

⇒ Der Einfluss der qualitativen Faktoren auf den Börsenwert eines Unternehmens wird tendenziell unterschätzt

# Systematischer Stock Picking-Prozess



SPI als Ausgangsbasis

Liquiditätstest: Positionen müssen in 30 Tagen verkauft werden können

225 Aktien  $\searrow$  180 Aktien

Graham Screen

- Bilanzqualität
- stabile Ertragslage
- günstige Bewertung

Value Screen

180 Aktien  $\searrow$  60 Aktien

Märkte / Produkte  
Management  
Finanzen

Proprietäre Gewinn-schätzungen

60 Aktien  $\searrow$  30 - 40 Aktien

# Portfoliokonstruktion, Risikokontrolle, Titelverkauf

Portfolio-  
konstruktion

Die plausibelsten Vorschläge über einen 3-jährigen Zeithorizont werden ausgewählt (ca. 40 Positionen)

Einzelpositionen können gegenüber dem Index bis 4% unter- oder übergewichtet sein

Definition von Portfoli Gefäßen und zuweisen von Aktien

Risiko-  
Kontrolle

Risikotests

- Makroökonomische Abhängigkeiten
- Stilexposure (Wachstum, Sub-stanz; Momentum/Laggards)
- Liquidität (liquide/illiquide Positionen)

Aktive Kontrolle um *unerwünschte* Risiken zu eliminieren

Verkaufs-  
disziplin

Unerwartete

Verschlechterung der fundamentalen Situation eines Titels

Kritische Bewertung erreicht

Bessere Ideen, beschränktes Kurspotential

# Qualitative Faktoren und solide Bilanzen werden unterschätzt

Finanzanalysten orientieren sich zu stark am Gewinnmomentum

- Freier Cash Flow und Gewinnqualität stehen im Mittelpunkt
- Ohne solide Bilanz geht es nicht
- Hohe Eigenfinanzierungskraft
- Stabile Ausschüttungspolitik



- Marktnische sollte überdurchschnittlich wachsen
- Hohe Eintrittshürden
- Keine Abhängigkeit von einer Technologie oder Kundengruppe

- Stabilität des Managements
- Keine Einzellöhne über 2 Mio.
- Nachvollziehbarkeit der Strategie
- Erkennbare Kernkompetenzen

- Kein P/E über 20x
- Traditionelle Kennzahlen werden vorgezogen (Buchwert, P/E)

⇒ Staraktien sind rarer als man denkt - Wachstum wird permanent überschätzt



# Portfoliokonstruktion I

Nebenwerte sind gegenüber dem SPI übergewichtet

Das Portfolio besteht aus zwei Gefässen

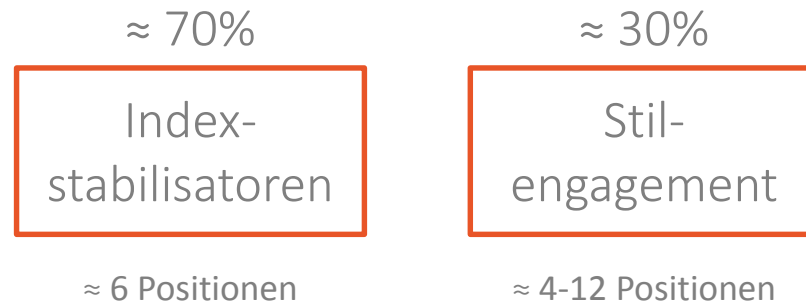


- Auf der Titelstufe ist das Portfolio breit diversifiziert
- Im SMI-Teil werden die teuren Aktien ausgeschlossen. Kleinere SMI-Aktien und günstig bewertete Wachstumsaktien sind strukturell übergewichtet
- Aus der Nebenwerte-Überwachungsliste werden die Aktien mit dem mittelfristig grössten Kurspotenzial ausgewählt
- Auf Stufe des Gesamtvermögens wird regelmässig überwacht, dass
  - die Small Caps übergewichtet sind
  - ungefähr 50% Substanzwerte und 50% Wachstumswerte vorhanden sind

# Portfoliokonstruktion II

Aufbau der SMI Positionen

Aktives Stilmanagement als Mehrwertquelle



- Alle Aktien mit mindestens 4% im Index sind im Portfolio. Leisten Beitrag zu Reduktion des Abweichungsfehlers
- Die Stileigenschaften werden aktiv über die Börsenzyklen gesteuert
- Im Nebenwertebereich sind wir ein Bottom-Up-Stock Picker

# Portfoliokonstruktion II

Aufbau des Nebenwertebereiches

Die Nebenwerte bestehen aus drei Gefäßen:



- Treiber sind jene Positionen, von denen die entscheidenden Gewinnbeiträge erwartet werden. Es sind die Titel, von denen wir überzeugt sind, dass sie den Markt mittelfristig übertreffen.
- Von den Kernpositionen erwarten wir eine Marktperformance. Sie sollen das Portfolio stabilisieren.
- Starter sind Positionen mit vergleichbar hohem Risiko und hohen, aber unsicheren Ertragserwartungen (Turnaround-Situationen, M&A u.a.).

# Portfoliokonstruktion IV

## Charakteristika des Portfolios

Die Gewichtung der Einzelaktien wird in einem mehrstufigen Sampling Prozess festgelegt. Das Portfolio besteht in der Regel aus:

- Segmentallokation: 70% SMI / 15% Mid Caps / 15% Small Caps (die Gewichtungen werden aber taktisch verschoben)
- Stilallokation: 45% Substanzwerte / 45% Wachstumswerte / 10% Spezielsituationen
- Liquiditätstest: 60 -80% „superliquid“ / 25% Fondsliquid / 10% mässig liquid / 5% illiquid (nach Definition der UEK)
- Die Gewichtungen werden antizyklisch angepasst
- Für jede Aktie wird im voraus ein Verkaufsbereich definiert

# Portfoliokonstruktion V

Der Referenzindex ist mehr als eine Messlatte

- Die aktive Verwaltung gegen eine Messlatte setzt genaue Kenntnis der Indexzusammensetzung voraus
- Wir sind kein „closet indexer“ und haben deshalb hohe Abweichungsfehler
  - Nur rund 25% der aktiven Vermögensverwalter haben einen wirklich aktiven Ansatz
  - Die Marktkapitalisierung einer Aktie ist kein Entscheidungskriterium
  - Marginales Über- bzw. Untergewichten ist kein wirklich aktiver Ansatz
- An einer Aktie interessieren uns drei Ausprägungen:
  - Beteiligungsansatz: Hat das Unternehmen einen Shareholder Value Ansatz? Gibt es einen Ankeraktionär?
  - Bewertung: Wir geben traditionellen Kennzahlen den Vorzug. Substanzindikatoren und Gewinnmomentum werden gleichwertig behandelt.
  - Diversifikationsbeitrag im Portfolio: Fundamentale und makroökonomische Faktormodelle verhindern Überdiversifikation

⇒ Im Vergleich zu indexnahen Verwaltern halten wir weniger Aktien

⇒ Breitere Diversifikation statt reine Fokussierung auf eine „Überzeugungsliste“