



CEAMS Market-Review 2015

Meilen, Februar 2016

Inhaltsverzeichnis

1. Executive Summary: Das Jahr 2015 aus Sicht eines Quality Investors	5
1.1 Einleitung	5
1.2 2015 war vor allem ein Jahr der teuren Quality	5
1.3 Ausblick Finanzmarkt 2016	9
1.4 Ausblick für Quality im Jahr 2016	11
2. CEAMS Quality Schweiz Performancerückblick 2015	13
2.1 Fortsetzung der guten Aktienmarktdynamik in der Schweiz im 2015	13
2.2 Performance-Attribution CEAMS Quality Schweiz 2015 – Sektorale Sicht	14
2.3 Die operative Performance der Schweizer Unternehmen Ende Dezember 2015	15
2.4 CEAMS Quality Schweiz Performancecharakter	18
2.4.1 Beschrieb Performancecharakter	18
2.4.2 Mittelfristiger Zeithorizont notwendig	18
2.4.3 Downside-Protektion in schwierigen Marktphasen, gutes Verhalten im Aufschwung	19
2.4.4 Phasen der Under- und Outperformance im Quality-, Bewertungs- und Style-Kontext	19
3. CEAMS Quality Europa Performancerückblick 2015	22
3.1 Quality profitiert von starken Schwankungen	22
3.2 Performance-Attribution CEAMS Quality Europa 2015 – Sektorale Sicht	22
3.3 Die operative Performance der europäischen Unternehmen – Ende Dezember 2015	24
3.4 CEAMS Quality Europa Performancecharakter	27
3.4.1 Beschrieb Performancecharakter	27
3.4.2 Mittelfristiger Zeithorizont notwendig	27
3.4.3 Downside-Protektion in schwierigen Marktphasen, gutes Verhalten im Aufschwung	28
3.4.4 Phasen der Under- und Outperformance im Quality-, Bewertungs- und Style-Kontext	29
4. CEAMS Quality USA Performancerückblick 2015	33
4.1 Ein Jahr geprägt von der Notenbank, dem Ölpreis und China	33
4.2 Performance-Attribution CEAMS Quality USA 2015 – Sektorale Sicht	34
4.3 Die operative Performance der Unternehmen in den USA – Ende Dezember 2015	36
4.4 CEAMS Quality USA Performancecharakter	38
4.4.1 Beschrieb Performancecharakter	38
4.4.2 Mittelfristiger Zeithorizont notwendig	39
4.4.3 Downside Protektion in schwierigen Marktphasen, gutes Verhalten im Aufschwung	40
4.4.4 Phasen der Under- und Outperformance im Quality-, Bewertungs- und Style-Kontext	40
5. CEAMS Quality Japan Performancerückblick 2015	44
5.1 Nachlassende Dynamik in Japan im 2015	44
5.2 Performance-Attribution CEAMS Quality Japan 2015 – Sektorale Sicht	44
5.3 Die operative Performance der Unternehmen in Japan – Ende Dezember 2015	46
5.4 CEAMS Quality Japan Performancecharakter	48
5.4.1 Beschrieb Performancecharakter	48

5.4.2 Mittelfristiger Zeithorizont notwendig.....	49
5.4.3 Downside-Protektion in schwierigen Marktphasen, gutes Verhalten im Abschwung	49
5.4.4 Phasen der Under- und Outperformance im Quality-, Bewertungs- und Style-Kontext	50
6 CEAMS Quality Performancerückblick Emerging Markets 2015	54
6.1 Emerging Markets Index enttäuschte auch im 2015.....	54
6.2 Attraktiv bewertete Qualität holte auf.....	55
6.3 Unverhältnismässig starke Abstrafung der Emerging Markets bietet attraktive Chancen	55
6.4 Performance-Attribution CEAMS Quality Emerging Markets 2015	56
6.5 Die operative Performance der Unternehmen in den Emerging Markets – Ende Dezember 2015	59
6.6 CEAMS Quality Emerging Markets Performancecharakter	63
6.6.1 Beschrieb Performancecharakter	63
6.6.2 Mittelfristiger Zeithorizont um so wichtiger in den Emerging Markets	63
6.6.3 Downside Protektion in schwierigen Marktphasen, überdurchschnittliche Performance im Aufschwung	64
6.6.4 Phasen der Under- und Outperformance im Quality-, Bewertungs- und Style-Kontext	65
7 CEAMS Quality Global Performancerückblick 2015.....	69
7.1 Ein bewegtes Aktienjahr auf globaler Ebene	69
7.2 Attraktiv bewertete Qualität holte gegen Jahresende auf	69
7.3 Performance-Attribution CEAMS Quality Global 2015 – Sektorale Sicht	69
7.4 CEAMS Quality Global Performancecharakter	73
7.4.1 Beschrieb Performancecharakter	74
7.4.2 Mittelfristiger Zeithorizont ist wichtig.....	74
7.4.3 Downside Protektion in schwierigen Marktphasen	75
7.4.4 Phasen der Under- und Outperformance im Quality-, Bewertungs- und Style-Kontext	76
Disclaimer	80

Geschätzte Partner

Auf den folgenden Seiten finden Sie den CEAMS Market-Review 2015 mit den wichtigsten Informationen zur CEAMS Quality Performance für das Jahr 2015 inklusive einer detaillierten Dokumentation des Quality Investmentstils für alle regionalen CEAMS Quality Portfolios.

2015 startete, vor allem für die Schweizer Marktteilnehmer, mit einem Paukenschlag seitens der Schweizer Nationalbank, welche am 15. Januar 2015 den Euro/Schweizerfranken-Mindestkurs aufhob. Kaum waren diese Turbulenzen verdaut, fing es an den Märkten wieder an zu brodeln. Zunächst fokussierten sich die Sorgen der Investoren noch auf Griechenland. Bald schon wurden diese aber nach Asien verschoben, weil die Wachstumsschwäche von China bald in den Mittelpunkt rückte. Dazwischen wurden die vorübergehenden Tiefs immer wieder für starke Gegenbewegungen genutzt, welche durch die weiterhin extrem lockere Geldpolitik der Nationalbanken befeuert wurden. Insbesondere hat auch die Europäische Zentralbank (EZB) ihre Geldschleuse seit Frühling 2015 geöffnet. Dazu kam, dass das „Damokles Schwert“ einer Zinserhöhung seitens der US-amerikanischen Notenbank (FED) im September noch nicht gefallen war. Erst an der Sitzung im Dezember konnte sich die FED durchringen, die Leitzinsen um 0.25% zu erhöhen. Dies alles bewirkte, dass die Volatilität an den Märkten spürbar stieg. Die Quality Portfolios konnten sich in diesem Umfeld im Allgemeinen gut behaupten.

Bei der CE Asset Management AG haben sich ebenfalls Veränderungen ergeben. Denn mit der Vescore AG, welche zu 100% eine Tochtergesellschaft der Raiffeisen Schweiz Genossenschaft ist, hat die CEAMS seit Mitte November 2015 einen zuverlässigen, der CEAMS seit Jahren vertrauten und etablierten 100% Eigentümer erhalten. Management, Personal und Prozess bleiben unverändert. Wir freuen uns deshalb sehr, auch unter einem „neuen Dach“ Ihr Quality-Partner zu sein.

Wir danken Ihnen für Ihr Vertrauen und wünschen viel „Quality-Time“ bei der Lektüre!

Ihr,

CEAMS · CE Asset Management TEAM

We put **QUALITY** in your portfolio

1. Executive Summary: Das Jahr 2015 aus Sicht eines Quality Investors

1.1 Einleitung

2015 war ein anspruchsvolles Börsenjahr mit vielen Turbulenzen. Es kann aber auch wie schon 2014 als Quality Jahr zusammengefasst werden, wobei es vor allem das Segment der teuer bewerteten Qualitätsfirmen war, welches die beste Performance im vergangenen Jahr lieferte. Trotz dieser Dominanz des teuer bewerteten Qualitätssegments, könnten die regionalen attraktiv bewerteten Quality Portfolio in allen Regionen, ausser in den USA und Japan, eine Outperformance erzielen. Der vorliegende Marktreview zum Jahr 2015 gibt einerseits einen Überblick über die Marktentwicklung und Marktverfassung für das vergangene Jahr. Andererseits wird für die Regionen Schweiz (Kapitel 2), Europa (Kapitel 3), USA (Kapitel 4), Japan (Kapitel 5), Emerging Markets (Kapitel 6) und für Global (Kapitel 7) detailliert auf die Quality-Performance sowie den Portfolio-Charakter per Ende 2015 eingegangen. Im vorliegenden Kapitel 1 werden einleitend das Aktienjahr aus Qualitäts- und Bewertungssicht sowie die regionalen Entwicklungen der Quality-Portfolios zusammengefasst. Den Abschluss des Marktreviews bildet der CEAMS Steckbrief.

1.2 2015 war vor allem ein Jahr der teuren Quality

Im Jahr 2015 dominierte an den internationalen Märkten vor allem das teuer bewertete Qualitätssegment. Abbildung 1 zeigt die Übersicht der verschiedenen Quality Segmente, mit welchen CEAMS anhand der Bewertungs- und Qualitäts-Matrix (vgl. CEAMS Steckbrief) die regionalen Aktienmärkte segmentiert. Mit Ausnahme von Europa war das teuer bewertete Qualitätssegment in allen regionalen Märkten der Baustein mit der besten Performance im vergangenen Jahr. Vor allem seit dem Taucher an den Aktienmärkten Ende August / Anfang September 2015 lag der Fokus der Investoren auf teuer bewerteter Quality.

Abb. 1: Performance der Qualitäts- und Bewertungssegmente 2015

Performance (Total Return) Quality Valuation Segments	USA (USD)	Europe (EUR)	Switzerland (CHF)	Japan (JPY)	Emerging Markets (USD)	Global (EUR)
Attractively Valued Quality						
Highly Valued Quality						
Attractively Valued Non-Quality						
Highly Valued Non-Quality						

Die CEAMS Qualitäts- und Bewertungssegmente werden ohne Transaktionskosten aber mit Dividenden berechnet.

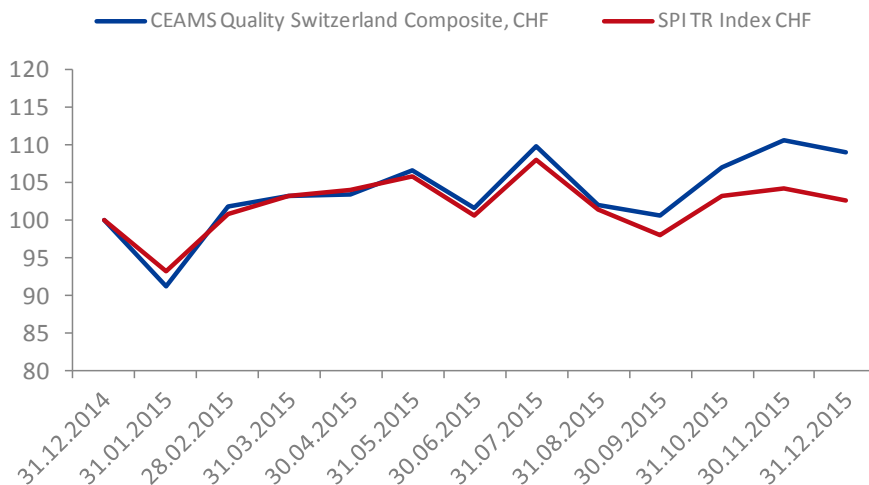
Quellen: Bloomberg, CEAMS

In diesem Umfeld, in welchem es für attraktiv bewertete Quality historisch am schwierigsten war, eine Outperformance zu erzielen (vgl. Analyse der Phasen von Out- & Underperformance im Bewertungs- und Quality-Kontext in den regionalen Performancerückblicken 2015) schlugen sich, mit Ausnahme der Quality Portfolios USA und Japan, die regionalen Quality Portfolios (dargestellt anhand der regionalen CEAMS Quality Composites) gut und konnten im Jahr 2015 ihre Benchmark übertreffen. Im Folgenden wir kurz im Sinne eines Überblicks auf die regionale Performances eingegangen, bevor diese in separaten Kapiteln in diesem Marktreview detailliert vertieft werden.

Performance der attraktiv bewerteten Quality-Composites 2015

In der **Schweiz (Outperformance 2015: 6.3%)** betrug die Jahresperformance des Quality Schweiz Composites 8.9%. Damit lag das Quality Schweiz Portfolio deutlich über der Benchmark, dem Swiss Performance Index (SPI), welcher 2.7% erzielte (vgl. Abbildung 2).

Abb. 2: Performance Quality Schweiz Composite versus SPI vom 1. Januar 2015 bis 31. Dezember 2015

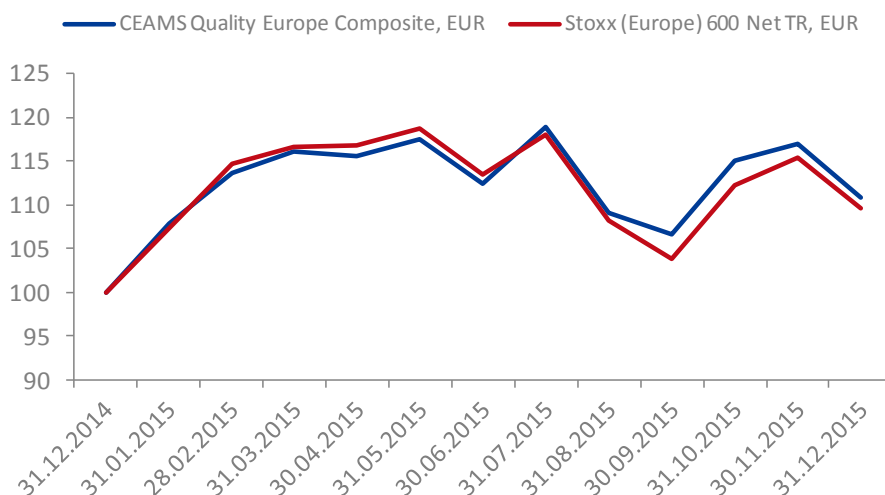


Composite in CHF: inkl. Transaktionskosten; Dividenden reinvestiert; ohne Mgt.-Gebühren. Die Composite Definitionen sind auf Anfrage erhältlich.

Quellen: Bloomberg, CEAMS

In **Europa (Outperformance 2015: 1.2%)** standen attraktiv bewertete Quality-Aktien 2015 ebenfalls hoch in der Gunst der Investoren. So konnte das Quality Europa Composite in EUR eine Jahresperformance von 10.8% erzielen. Demgegenüber steht eine Performance von 9.6% (in EUR) des Benchmarks (Stoxx 600 Net TR), was einer Outperformance von 1.2% in EUR entspricht (vgl. Abbildung 3).

Abb. 3: Performance Quality Europa Composite versus Stoxx 600 Net TR vom 1. Januar 2015 bis 31. Dezember 2015

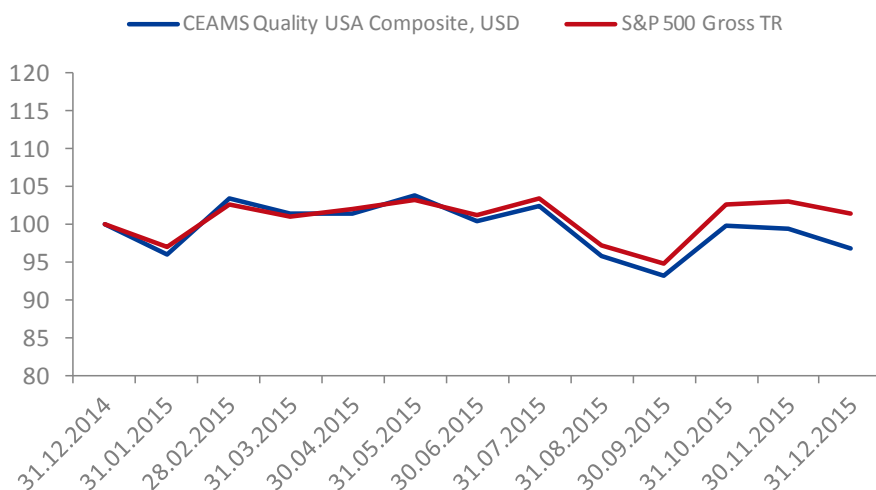


Composite in EUR: inkl. Transaktionskosten; Dividenden reinvestiert; ohne Mgt.-Gebühren. Die Composite Definitionen sind auf Anfrage erhältlich

Quellen: Bloomberg, CEAMS

In den USA (Underperformance 2015: -4.5%) war das attraktiv bewertete Quality-Segment der Benchmark unterlegen. Das Quality USA Composite erreichte in USD eine Performance von -3.1% in 2015. Die Benchmark (S&P 500 Net TR) konnte sich in derselben Periode um 1.4% verbessern. Die Differenz zur Benchmark entstand hauptsächlich im 4. Quartal, als das teuer bewertete Qualitätssegment, welches der Performancetreiber im vergangenen Jahr war, sich in zunehmend volatilen Märkten gut behaupten konnte (vgl. Abbildung 4).

Abb. 4: Performance Quality USA Composite versus S&P 500 Net TR vom 1. Januar 2015 bis 31. Dezember 2015

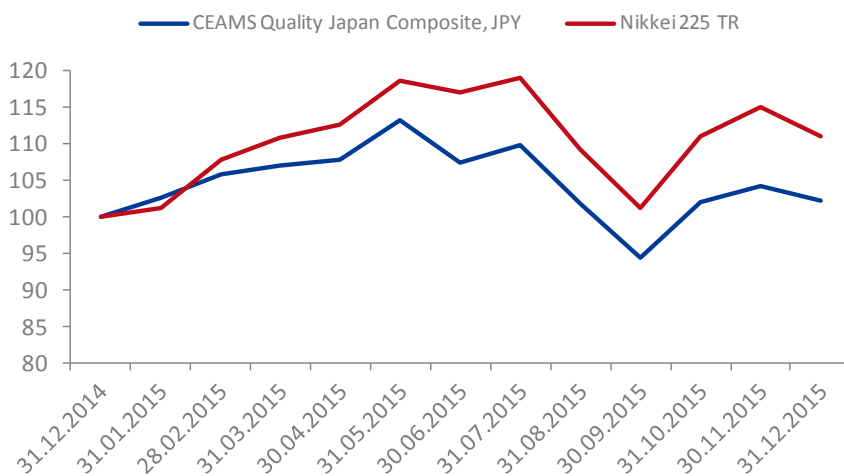


Composite in USD: inkl. Transaktionskosten; Dividenden reinvestiert; ohne Mgt.-Gebühren. Die Composite Definitionen sind auf Anfrage erhältlich

Quellen: Bloomberg, CEAMS

Attraktiv bewertete Quality Firmen hatten im 2015 in Japan (Underperformance 2015: -8.9%) einen schweren Stand, sich gegen die marktuntypischen teuren Wachstumsaktien zu behaupten. Angetrieben durch diese konnte sich der Nikkei 225 (in JPY) im vergangenen Jahr um 11.0% steigern. Das Quality Japan Composite in JPY legte zwar in derselben Periode ebenfalls um 2.1% zu, lag damit aber deutlich hinter der Benchmark (vgl. Abbildung 5).

Abb. 5: Performance Quality Japan Composite versus Nikkei 225 TR vom 1. Januar 2015 bis 31. Dezember 2015

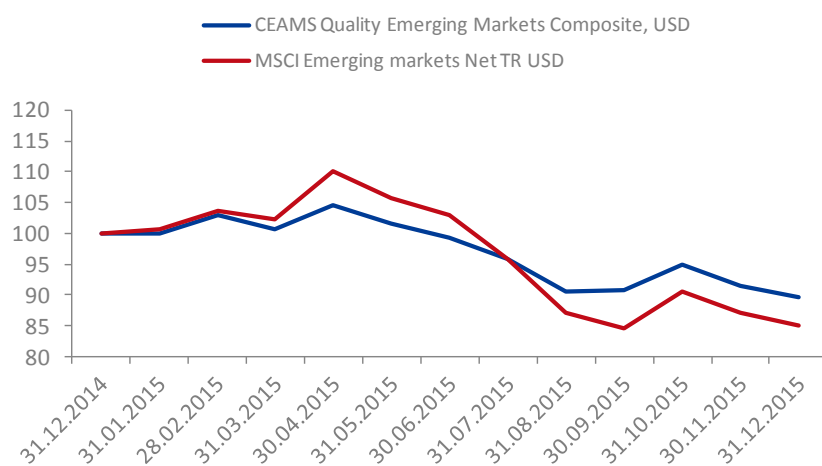


Composite in JPY: inkl. Transaktionskosten; Dividenden reinvestiert; ohne Mgt.-Gebühren. Die Composite Definitionen sind auf Anfrage erhältlich

Quellen: Bloomberg, CEAMS

Die **Emerging Markets (Outperformance 2015: 4.6%)** büssten aus absoluter Sicht am meisten ein. Der MSCI Emerging Markets Net TR in USD verlor 2015 -14.9% an Wert. Auf die Qualität und die Bewertung der Firmen zu achten und damit auch indirekt eine vorteilhafte Gewichtung verschiedener Länder zu erzielen, hat sich aber aus relativer Sicht auszbezahlt. Das Quality Emerging Markets Composite konnte im Vergleich dazu mit einem Minus von -10.3% in USD eine deutlich Outperformance von 4.6% erzielen (vgl. Abbildung 6).

Abb. 6: Performance Quality EM Composite versus MSCI EM Net TR in USD vom 1. Januar 2015 bis 31. Dezember 2015

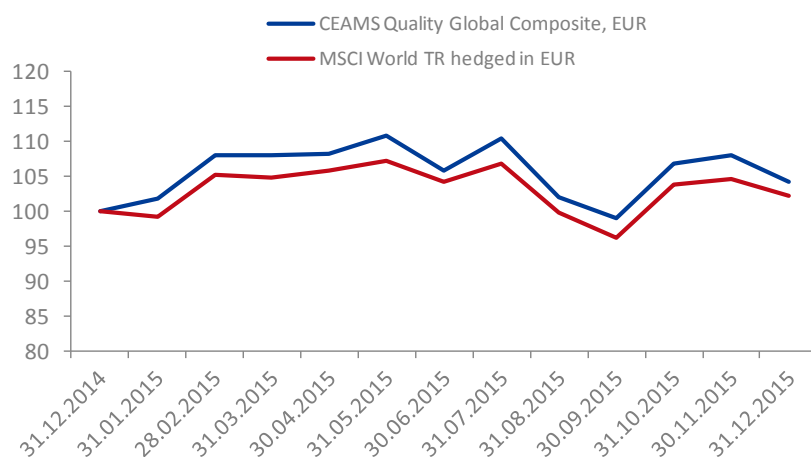


Composite in USD: inkl. Transaktionskosten; Dividenden reinvestiert; ohne Mgt.-Gebühren. Die Composite Definitionen sind auf Anfrage erhältlich

Quellen: Bloomberg, CEAMS

Der Zusammenzug dieser Regionen zu einem globalen Portfolio (ohne Emerging Markets) brachte für attraktiv bewertete Qualitätsaktien in Form des Quality **Global (Outperformance 2015: 1.9%)** Composites im 2015 eine Rendite von 4.2% in EUR mit sich. Dies ist 1.9% besser als die Vergleichsbenchmark, der MSCI World Net TR hedged in EUR, welche 2.3% in EUR performte (vgl. Abbildung 7).

Abb. 7: Performance Quality Global Composite versus MSCI World Net TR hedged in EUR vom 1. Januar 2015 bis 31. Dezember 2015



Composite in EUR: inkl. Transaktionskosten; Dividenden reinvestiert; ohne Mgt.-Gebühren. Die Composite Definitionen sind auf Anfrage erhältlich

Quellen: Bloomberg, CEAMS

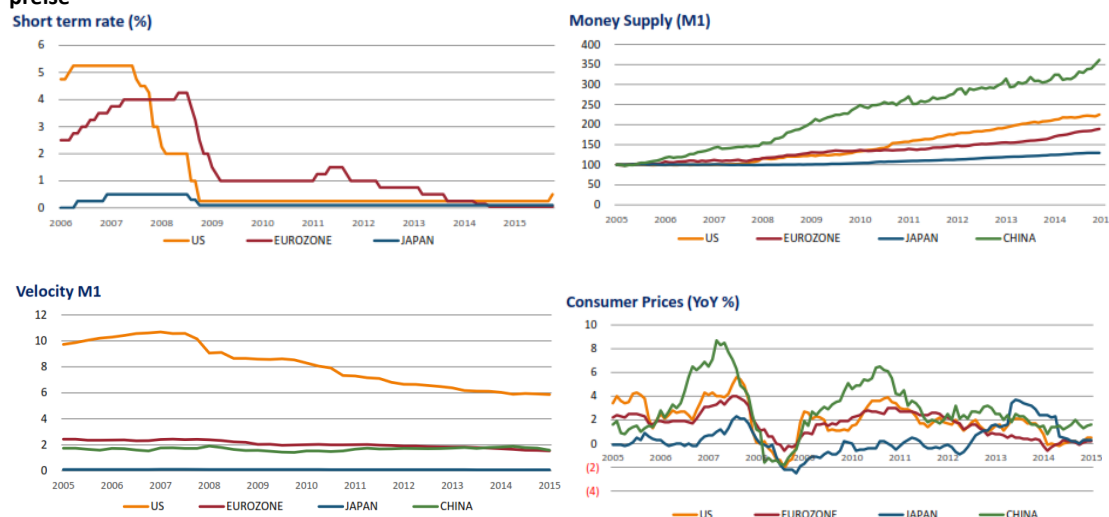
1.3 Ausblick Finanzmarkt 2016

Für den Ausblick zu Jahresanfang lohnt es sich, die aktuelle Ausgangslage zu konsultieren, bevor ein Blick in die Zukunft gewagt wird.

▪ Deflationäres Umfeld bleibt bestehen

Die geldpolitischen Tendenzen der letzten Jahre haben sich im Jahr 2015 nicht verändert. Die Zinsen verharren trotz des leichten Anstiegs in den USA von Mitte Dezember 2015 praktisch auf dem Nullpunkt (in der Schweiz sogar im negativen Bereich). Das Geldangebot weitet sich in allen Regionen aus. Diesbezüglich ist der Anstieg in China in der zweiten Jahreshälfte augenfällig und unterstreicht, dass die chinesische Notenbank nichts unversucht lässt, um die abschwächende Konjunktur und die jüngsten Turbulenzen an den Märkten in den Griff zu bekommen. Sofern die Notenbankgelder nicht in den Umlauf kommen, ist der Nutzen dieser expansiven Geldpolitik beschränkt. Dieser Umstand manifestierte sich auch im vergangenen Jahr mit sinkenden Geldumlaufgeschwindigkeiten (vgl. Abbildung 8). Die tiefen Zinsen, das hohe Geldangebot sowie die tiefe Umlaufgeschwindigkeit lassen keinen Spielraum für ein Anziehen des allgemeinen Preisniveaus zu. Eher im Gegenteil, noch unterstützt durch die niedrigen Rohstoffpreise, kämpfen nun auch viele Länder aus den sog. Emerging Markets, darunter auch China, Indien und Thailand, mit unüblichen tiefen Inflationsraten.

Abb. 8: Historische Zinsentwicklung, Geldmenge, Umlaufgeschwindigkeit sowie jährliche Änderung der Konsumentenpreise



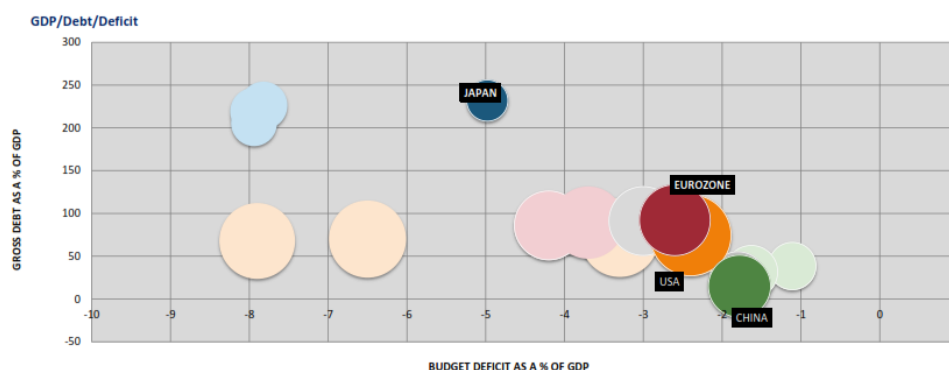
Quelle: CEAMS, Bloomberg

▪ Nationalstaaten müssen sparen

Ein weiterer Grund für den deflationären Druck ist das Überinvestieren in der Vergangenheit seitens der Nationalstaaten und damit einhergehend die hohe Verschuldung. Zwar sind die absoluten Verschuldungsniveaus (gemessen an der Bruttoverschuldung im Verhältnis zum Bruttosozialprodukt) in den letzten Jahren in etwa konstant geblieben. Doch die Niveaus sind weiterhin sehr hoch und betragen für die USA 74.4% und Europa 92.1%. Japan steht sogar mit über 2,3 Mal seines Bruttosozialprodukts bei Gläubiger in der Kreide. Einzig China kann noch mit einem moderaten Verschuldungsniveau von 14.9% (gemäss offizieller Zahlen) aufwarten. Was hingegen auch klar ist: Die Nationalstaaten können und wollen ihre Verschuldung nicht mehr weiter aufblähen. Das führt dazu, dass sie sparen müssen. Dies ist an den kleiner werdenden Budgetdefizits gut sichtbar. Selbstverständlich trägt das etwas verbesserte Wirtschaftswachstum der letzten Monate auch seinen Teil zur Gesundung bei. Dennoch,

der Spardruck in den meisten Ländern ist hoch und dürfte sich tendenziell noch verschärfen. Dies wird aber dazu führen, dass sich die Nationalstaaten bei den Investitionen noch mehr zurückhalten werden.

Abb. 9: Historische Änderung Staatschulden vs. Haushaltsdefizit für verschiedene Länder 31.12.2015

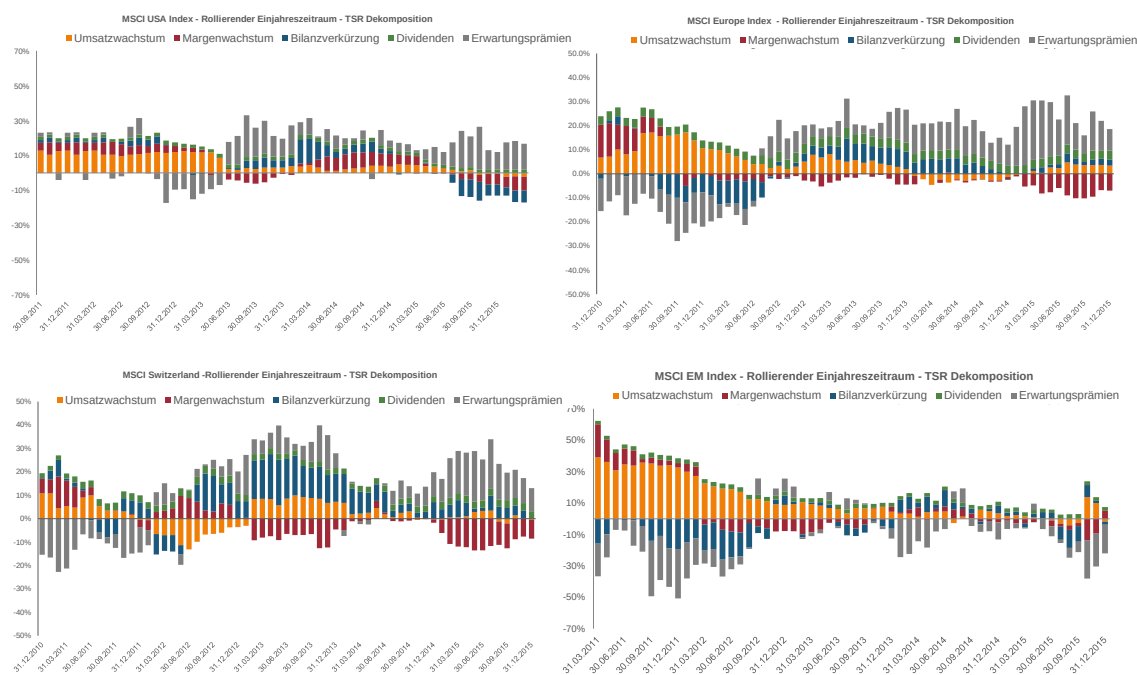


Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

▪ Aktienmarkt mit schwachem fundamentalen Wachstum und hohen Erwartungsprämien

Und wie schlagen sich die Firmen in diesem wirtschaftlichen Umfeld? Firmen können sich dem Umfeld, in dem sie tätig sind, im Allgemeinen nicht entziehen. Das heisst, dass der Spardruck bei den Firmen ebenfalls gross ist, wenn das wirtschaftliche Umfeld kaum wächst. Oder anders ausgedrückt, das fehlende Umsatzwachstum zwingt zum Sparen, damit das Margenniveau einigermassen gehalten werden kann. Dieser Umstand ist deutlich in der fundamentalen Total Shareholder Return (TSR) Analyse der CEAMS zu sehen. In allen Märkten ist per Ende 2015 ein schwaches (z.B. in Europa), kein (z.B. Schweiz) oder sogar ein negatives Umsatzwachstum (z.B. in den USA oder in den Emerging Markets) festzustellen. Aber auch das Margenwachstum war nur in den Emerging Markets leicht positiv. Mit dem negativen Beitrag des Margenwachstums in Europa und in der Schweiz wurde sogar TSR vernichtet (vgl. Abbildung 10).

Abb. 10: TSR-Analyse für die regionalen Indizes in den USA, Europa, Schweiz und Emerging Markets per 31.12.2015



Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

1.4 Ausblick für Quality im Jahr 2016

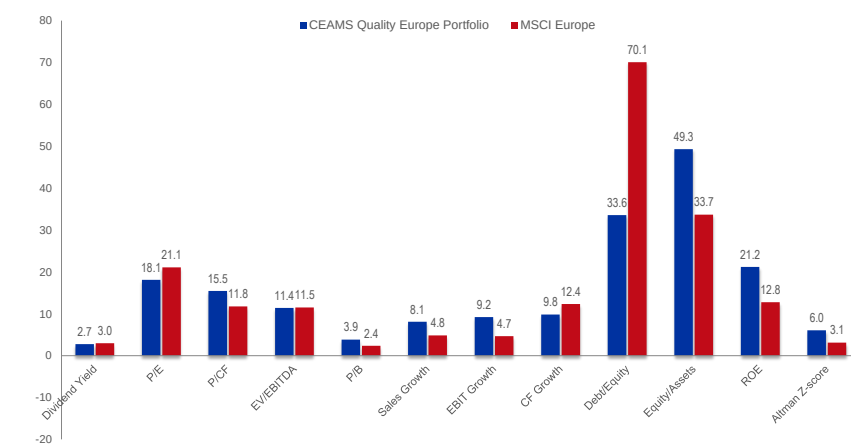
Basierend auf der vorgängig erstellten Analyse des wirtschaftlichen Umfelds, stehen für uns folgende Szenarios für Quality im Jahr 2016 im Vordergrund:

▪ Tiefwachstumsumfeld bevorzugt wachsende Quality Firmen

In einem Tiefwachstumsumfeld mit deflationären Tendenzen spricht der fundamentale Portfoliocharakter deutlich für selektive Investitionen in attraktiv bewertete CEAMS Quality (stellvertretend am Beispiel des europäischen CEAMS Quality Portfolios – vgl. Abbildung 11):

- Quality Firmen weisen deutlich bessere Qualitätskriterien (niedrigere Verschuldung, höhere Eigenkapitalquote, höhere Rendite auf dem Eigenkapital und höheren Altman Z-Score) auf.
- Quality Firmen wachsen überdurchschnittlich. Das heisst sie besitzen deutlich höhere Wachstumsraten (Umsatz- und EBIT-Wachstum, Cash Flow Wachstum ist niedriger als der Marktdurchschnitt) (Abbildung 11 verdeutlicht dies anhand des Beispiels Europa – andere Regionen sind auf Anfrage erhältlich).
- Trotz hervorragender Qualität und guten Wachstumsraten ist die Bewertung in etwa auf Marktniveau (niedriger bei P/E und EV/EBITDA und höher bei P/CF und P/B).

Abb. 11: Vergleich Portfolio Charakter CEAMS Quality versus Benchmark am Beispiel Europa per 31. Dezember 2015 (Median-Methodik)



Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

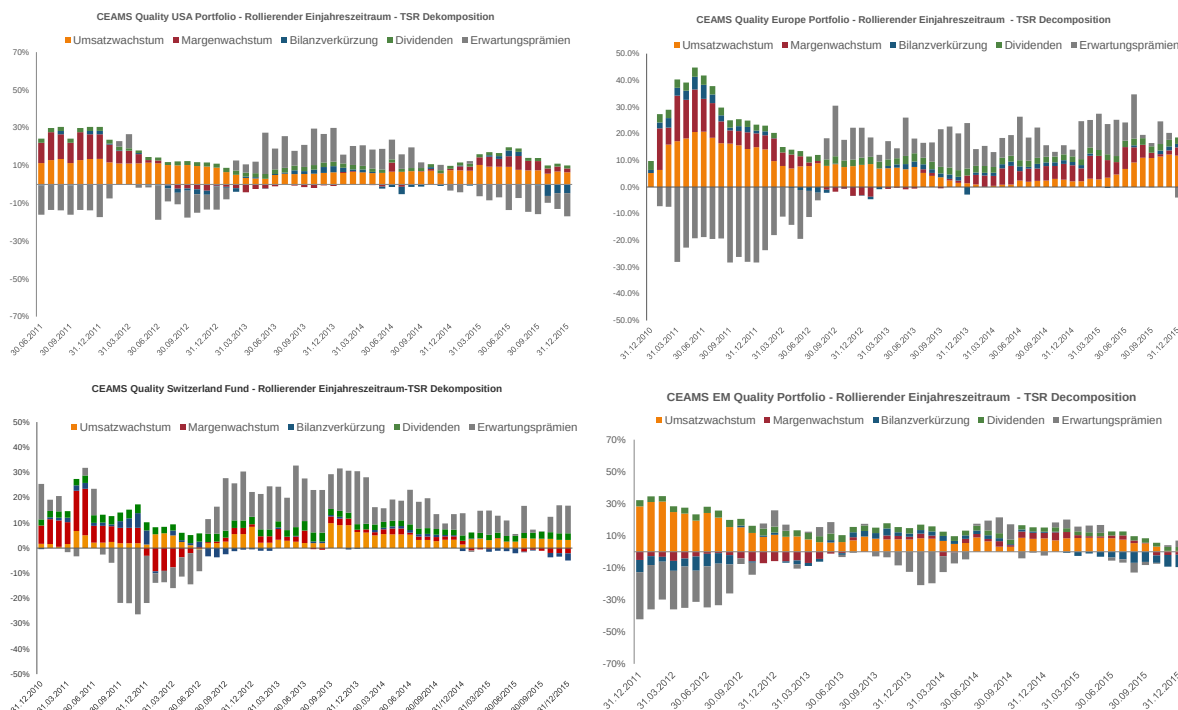
Zusammenfassend lässt sich der fundamentale Performancecharakter wie folgt beschreiben: Quality bietet ein hohes Qualitätsniveau, das unterdurchschnittlich wächst und für das trotzdem kein Aufpreis bezahlt werden muss.

▪ Performance Qualität und damit fundamentales Wachstum stehen im Vordergrund

Die Zukunft vorauszusagen, ist unmöglich. Es ist aber möglich, anhand von Fakten verschiedene Szenarien zu bilden und sich entsprechend zu positionieren. In einem Umfeld, in dem Wachstum rar ist, spielen die fundamentalen Werttreiber eine umso wichtigere Rolle. Die TSR-Analyse untersucht diese fundamentalen Wachstumscontributoren und fasst damit die fundamentale Performance Qualität eines Portfolios zusammen. In Abbildung 10 wurde bereits auf die Performancequalität des Marktes eingegangen. Im Gegensatz dazu ist in Abbildung 12 zu sehen, dass die Performancequalität in den CEAMS

Quality Portfolios operativ bei weitem besser abgestützt ist als in den jeweiligen Benchmarks (vgl. Abbildung 12 mit Abbildung 10). Dies spricht klar für ein besseres Performancepotential von CEAMS Quality.

Abb. 12: TSR-Analyse für die regionalen CEAMS Quality-Portfolios in den USA, Europa, Schweiz und Emerging Markets per 31.12.2015



Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

CEAMS Quality Firmen liefern im Vergleich zum Markt ein deutlich höheres Umsatz- sowie Margenwachstum, letzteres befindet sich schon auf einem höheren Niveau.

2. CEAMS Quality Schweiz Performancerückblick¹ 2015

2.1 Fortsetzung der guten Aktienmarktdynamik in der Schweiz im 2015

Rückblickend war das Börsenjahr 2015 für die Schweiz ein bewegtes und schliesslich doch ein fruchtloses Börsenjahr. Die gross kapitalisierten Firmen des SMI konnten die starken Jahre 2013 und 2014 nicht wiederholen und der SMI verlor im Jahr 2015 -2%. Der breiter gefasste Swiss Performance Index beendete das Jahr ein wenig freundlicher mit +2.7%. Der Gewinner im SMI mit Syngenta (+23%) und im SPI Galenica, die sich fast verdoppelt haben (+99%), gehörten beide unserer Qualitätsaktien Auswahl an. Somit überrascht es auch nicht, dass der CEAMS Quality Switzerland Composite eine Outperformance von +6.2% erzielen konnte und auch mit einer absoluten Performance von 8.95% ein sehr erfolgreiches Jahr 2015 verbuchte. Das aktuelle anspruchsvolle Wirtschaftsumfeld wird auch im kommenden Jahr die Schweizer Firmen beschäftigen. Dank ihrer im Allgemeinen guten finanziellen Verfassung und der stark internationalen Ausrichtung haben sie jedoch gute Karten, um sich zu behaupten. Aus diesem Grund geht CEAMS davon aus, dass der positive Trend für CEAMS Quality Aktien auch im neuen Jahr weitergehen wird.

Das CEAMS Quality Schweiz Composite konnte trotz der guten Performance von teuer bewerteter Non-Quality (vgl. Abbildung 1) das Jahr 2015 weit über dem Benchmarkniveau abschliessen (vgl. Tabelle 1).

Tabelle 1: Performance CEAMS Quality Schweiz Composite per 31.12.2015²

Quality Composite	2015	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	3Y p.a.	5Y p.a.	Annual Return	Since Inception	Alpha	Tracking Error	Information Ratio	Inception Date
Switzerland (CHF)	8.9%	11.8%	26.1%	32.0%	4.2%	-42.7%	30.0%	12.0%	-11.6%	17.3%	24.5%	13.0%	15.3%	9.7%	8.2%	157.2%	0.8%	6.6%	0.20	01.01.2004
SPI (CHF)	2.7%	6.9%	35.6%	20.7%	-0.1%	-34.0%	23.2%	2.9%	-7.7%	17.7%	24.6%	13.0%	13.1%	9.4%	7.2%	129.5%	-	-	-	
Out-/Underperformance	6.3%	4.9%	-9.5%	11.4%	4.3%	-8.7%	6.8%	9.0%	-3.9%	-0.4%	-0.1%	0.1%	2.2%	0.3%	1.0%	27.7%	-	-	-	

Quellen: Bloomberg, PerTools, CEAMS

¹ Ein Punkt, den man bei Aktienmarkt-Analysen in der Schweiz immer beachten muss, ist die Aussagekraft der in der Schweiz zur Verfügung stehenden Indizes. Der Swiss Performance Index (SPI) gilt mit aktuell ca. 220 Unternehmen als Gesamtmarktindex. Dabei fallen 85% der Marktkapitalisierung auf die 20 größten und liquidesten Titel, welche im SMI zusammengefasst werden. Die größten drei Firmen (Nestle, Novartis und Roche) machen im SPI knapp 50% der Kapitalisierung aus. Auch beim MSCI Switzerland Index mit seinen 38 Titeln stösst man auf ein ähnliches Problem. Zum Beispiel machen dort die 5 grössten Unternehmen schon 64% der Marktkapitalisierung aus. Aufgrund dieser spezifischen Struktur ist die Aussagekraft der Indizes sicher nicht gleich gut wie bei einem breit diversifizierten Index (wie z. B. dem MSCI World oder dem Stoxx 600). Der Schweizer Aktienmarkt ist in der Konstruktion eines substanziellen, diversifizierten und zugleich auch liquiden Portfolios also eine Herausforderung, und die Aussagekraft der Indexperformance liefert nicht die gleiche Informationsqualität wie dies bei den großen internationalen Aktienindizes der westlichen Welt der Fall ist.

Zum CEAMS Portfolio: In der Regel sind die CEAMS Portfolios gleichgewichtet. Eine Abweichung von dieser Konstruktionslogik erfolgt dann, wenn die Titel eines Quality-Unternehmens zu wenig Liquidität aufweisen. Für diesen Fall werden halbe Portionen gehalten.

Die Standard-Benchmark unseres Quality Schweiz Composites ist der SPI. Seit Anfang 2014 wurde der Zugang zu der Indexzusammensetzung eingeschränkt, bzw. ist nun kostenpflichtig. Aus diesem Grund wurde die Performance Attribution im folgenden Kapitel mit dem MSCI Switzerland Index durchgeführt.

² - Composite: inkl. Transaktionskosten; Dividenden reinvestiert; ohne Mgt.-Gebühren. Die Composite-Definitionen sind auf Anfrage erhältlich

- Annualisiertes Alpha (risikoadjustiert)

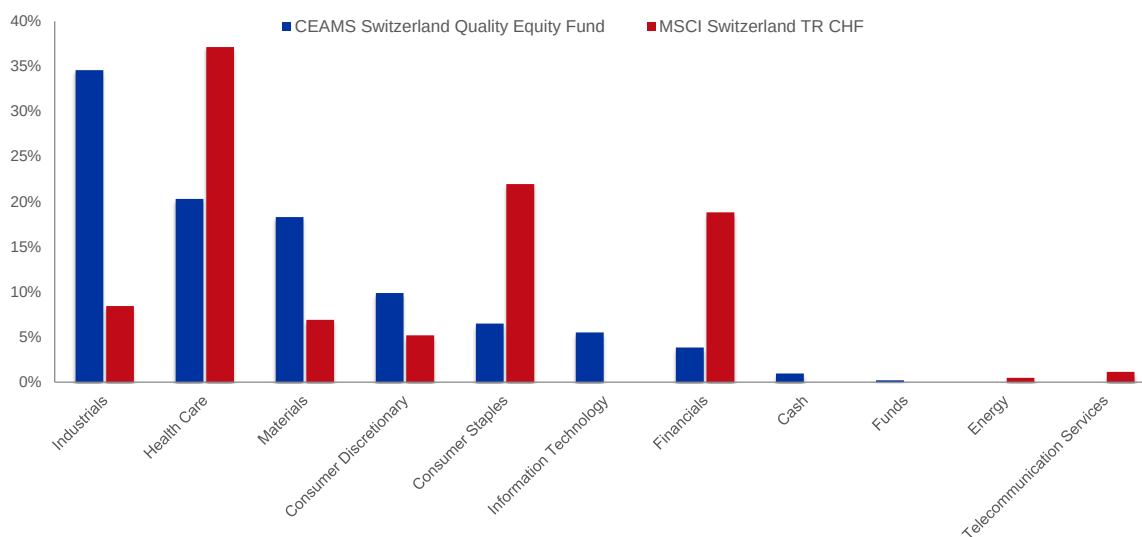
2.2 Performance-Attribution CEAMS Quality Schweiz 2015 – Sektorale Sicht

Aus sektoraler Sicht lassen sich bei der Performance-Attribution zwei Grundeffekte ableiten – der Allokationseffekt und der Selektionseffekt – dies immer in Relation zur Benchmark (für das Schweizer Quality-Portfolio ist der MSCI Switzerland Gross TR die Benchmark für die Performance-Attribution). Bei dieser Betrachtung gilt es allerdings hinzuzufügen, dass die CEAMS Aktienauswahl ausschliesslich Bottom-Up erfolgt, die Sektorallokation also ein Ergebnis der Selektion ist.

▪ Sektorale Betrachtung in der Schweiz – überwiegend positive Selektionseffekte

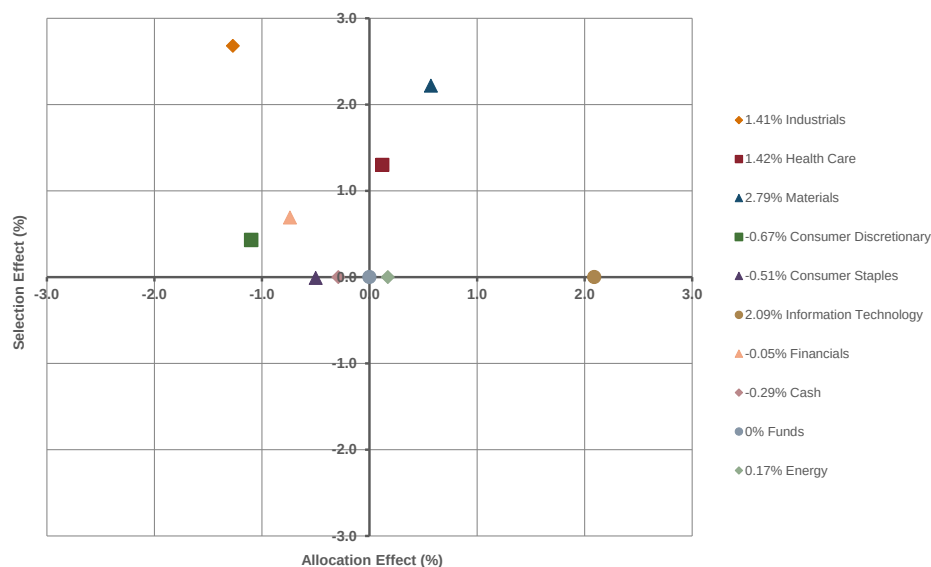
Die CEAMS Aktienauswahl ergab eine Übergewichtung der Sektoren Industrie, Rohstoffe, zyklischer Konsum und Technologie sowie eine Untergewichtung der Sektoren nicht-zyklischer Konsum, Financials und Energie (vgl. Abbildung 13 und 14). Die Untergewichtung des nicht-zyklischen Konsumsektors ist jedoch auch der hohen Indexgewichtung von Nestle, Novartis und Roche geschuldet, welche so nicht umgesetzt werden kann.

Abb. 13: Signifikante Über-/Untergewichtungen in den Sektoren aufgrund von „Best-Overall“-Ansatz Quality Schweiz Portfolio (01.01.2015-31.12.2015 - Durchschnittliche Sektorengewichtung vs. MSCI Switzerland Index)



Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

Abb. 14: Quality Schweiz Performance-Attribution nach Sektoren vs. MSCI Switzerland Index (01.01.2015 bis 31.12.2015)



Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

Aus Allokationssicht (vgl. Abbildung 13 und 14) hatte vor allem die Übergewichtung im Sektor Technologie und Rohstoffe einen positiven relativen Performanceeffekt. Aus Selektionssicht trugen die Sektoren Industrie (Dorma+Kaba Holding, Schindler), Rohstoffe (Syngenta, Sika, EMS-Chemie) und Healthcare (Galenica) zum positiven relativen Performanceeffekt bei. Ein negativer Allokationseffekt ist im Industrie-, nicht zyklischer Konsum und bei den Finanzwerten auszumachen.

2.3 Die operative Performance der Schweizer Unternehmen Ende Dezember 2015

▪ Was befand sich im Portfolio – CEAMS Quality im Vergleich zu Non-Quality und teurer Quality

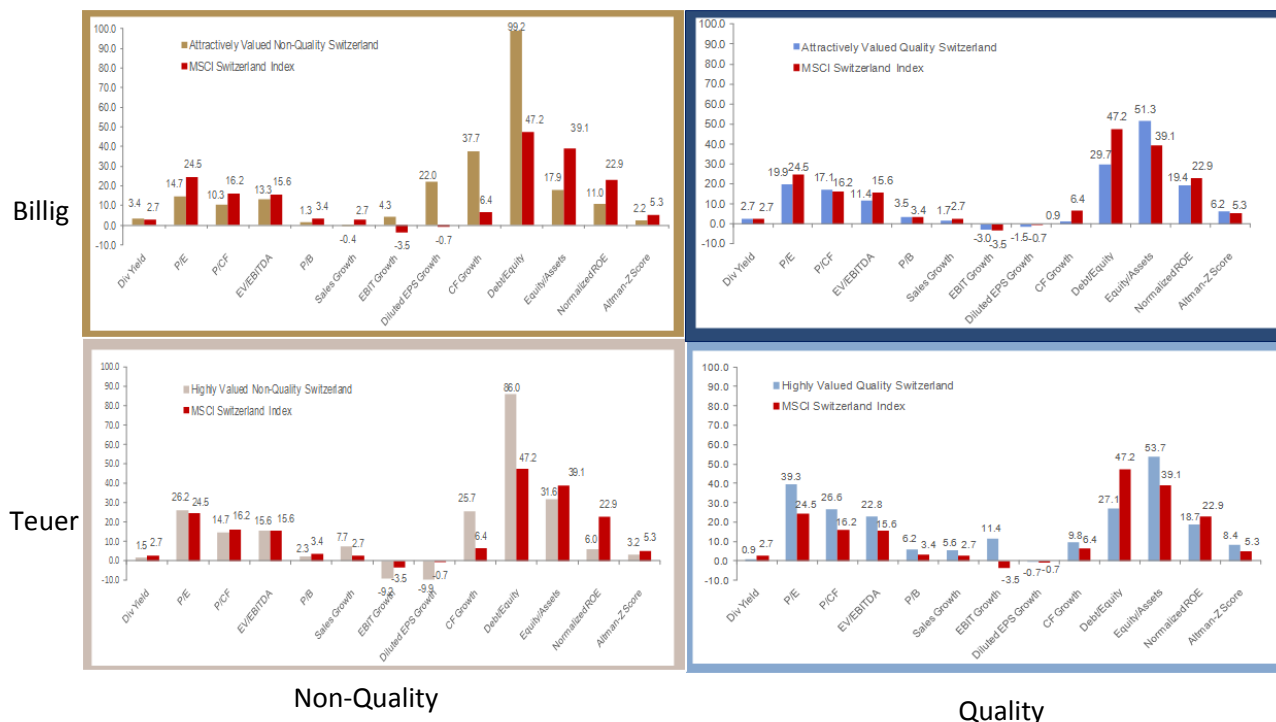
Die CEAMS unterteilt das Investmentuniversum in vier Segmente: teuer und attraktiv bewertete Quality sowie teuer und attraktiv bewertete Non-Quality. Wenn die Leistungskennziffern der jeweils zugeordneten Unternehmen summiert und verdichtet werden, so ergeben sich im Vergleich zum Markt mit Stichtag Ende Dezember 2015 vier typische Unternehmensprofile (mit der Medianmethode berechnet). Die attraktiv bewerteten Quality-Unternehmen sind vom Leistungsprofil gesehen im internationalen Vergleich weitgehend identisch. Sie stehen aus qualitativen Gesichtspunkten (z.B. RoE, Verschuldungsgrad, Eigenkapitalisierung) deutlich besser da als die Benchmark. In der Regel besitzen sie auch höhere Wachstumsraten (z.B. Cash-Flow-Wachstum) und sind gleich oder leicht tiefer oder leicht höher bewertet als die jeweilige Benchmark.

▪ Das typische, „attraktiv bewertete Quality-Unternehmen“ in der Schweiz im Vergleich

Das typische attraktiv bewertete CEAMS Quality-Unternehmen aus der Schweiz (oben rechts in der Grafik – vgl. Abbildung 15) zeichnete sich durch eine überdurchschnittlich hohe Profitabilität aus bei gleichzeitig sehr gesunder Finanzierung und überdurchschnittlich gutem Altman Z-Score (ein Indiz der Konkursgefahr eines Unternehmens). Es überzeugte durch solide Wachstumskennzahlen und wies eine Bewertung auf, die gesamthaft gesehen unter der Benchmark (in diesem Fall MSCI Switzerland) lag.

Im Vergleich haben die Non-Quality-Firmen in der Schweiz eine magerere Profitabilität sowie unvorteilhaftere Finanzierungsstrukturen. Teure Quality zeigt ebenso, wie attraktiv bewertete Quality, sehr gute betriebswirtschaftliche Quality-Merkmale (per Ende Dezember 2015), ein gutes Wachstum, aber eben auch eine sehr stolze Bewertung.

Abb. 15: Unterschiedlicher fundamentaler Charakter für die verschiedenen Qualitäts- und Bewertungssegmente in der Schweiz Ende Dezember 2015 (Medianmethode)³



Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

▪ Fundamental besser unterstützte Performance der CEAMS Quality-Portfolios in der Schweiz im Vergleich zum Gesamtmarkt

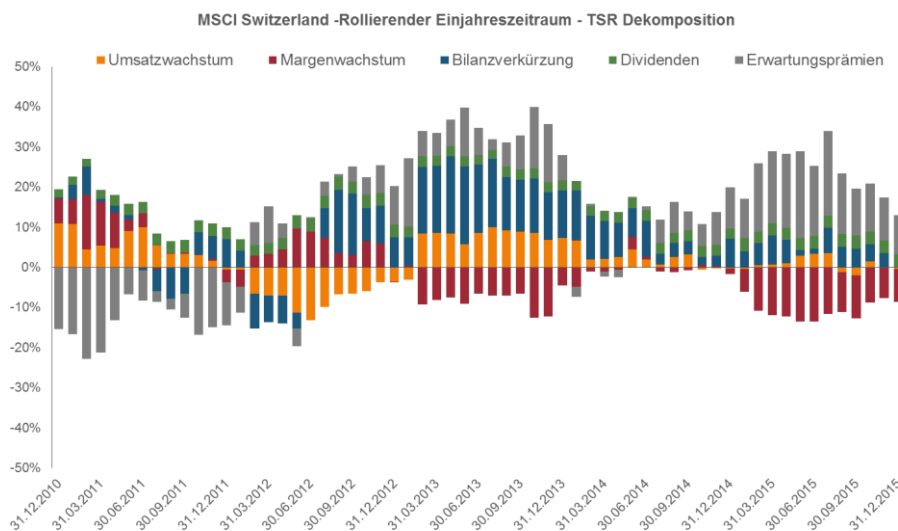
Eine wichtige Frage beim Verständnis einer Aktienperformance ist deren Qualität, das heisst, ob ein in einer spezifischen Periode erreichter Total Shareholder Return (TSR) auch tatsächlich durch operative Ergebnisse unterstützt wird oder nicht. Eine Aufsplitterung der Performance nach Beiträgen zum TSR sollte alle Formen von Dividenden, das Umsatz- und Margenwachstum sowie die proportionale Schuldenreduktion berücksichtigen. Ist ein TSR in einer Periode höher als die erwirtschafteten operativen Ergebnisse, dann entspricht die Differenz der Erwartungsprämie. Dies ist sodann der nicht durch operative Ergebnisse gestützte TSR-Bestandteil.

Der Vergleich macht deutlich, dass die Performance des Schweizer Marktes (MSCI Switzerland Index) in 2015, abgesehen von einer konstanten Dividendenrendite, immer weniger durch operative Verbesserungen (vor allem negatives Margenwachstum) und immer mehr durch die Erwartungsprämie getrieben wurde (vgl. Abbildung 16). Damit zeigt sich das gleiche Bild wie in 2014 nur das die Schuldenreduktion nun eine untergeordnete Rolle spielt, ebenso operative Verbesserungen.

³ Diese Ergebnisse stellen die Performance des ersten rein quantitativen Schrittes im CEAMS Investmentprozess dar und können sich von der Auswahl und Performance der CEAMS Quality-Portfolios unterscheiden.

Letztendlich war der performancetreibende Faktor bis zum Jahresende 2015 weiterhin steigende Erwartungsprämien.

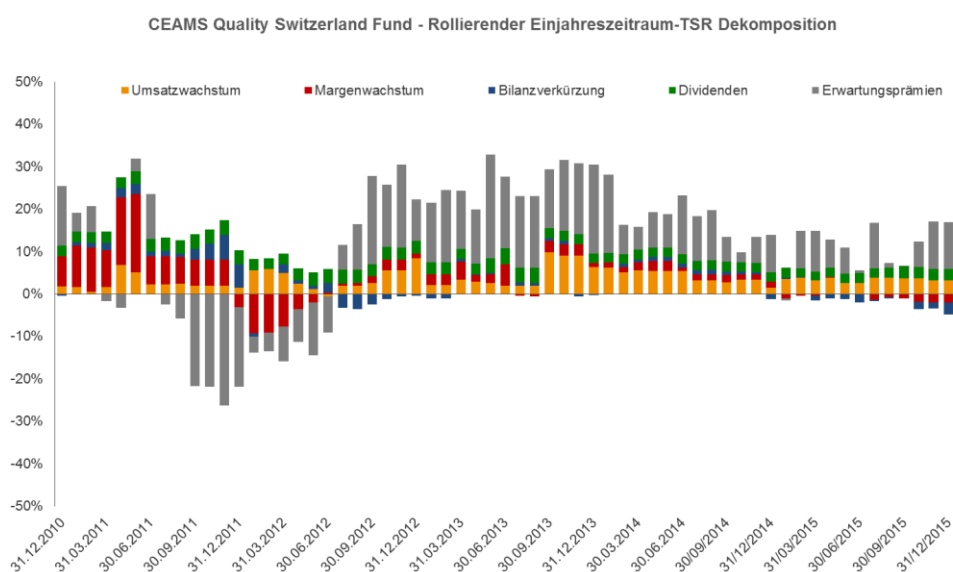
Abb. 16: TSR Dekomposition des MSCI Switzerland Index (01.01.2010 – 31.12.2015, rollierender Einjahreszeitraum)



Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

Das CEAMS Quality Schweiz Portfolio konnte nicht von einer anteiligen Schuldenreduktion profitieren (Quality-Firmen besitzen eine kerngesunde Bilanz und haben daher kaum Schuldenreduktion nötig). Dafür wurde es von einer guten operativen Performance (positives Umsatzwachstum) unterstützt. Quality-Firmen wiesen wie der Markt ebenfalls höhere Erwartungsprämien auf (vgl. Abbildung 17). Die Margen der Quality Firmen, die deutlich höher sind als die Margen des Gesamtmarktes, konnten den Trend von 2014 nicht weiterziehen und waren 2015 kein Performancetreiber mehr, dafür konnte aber deren Umsatz weiter gesteigert werden.

Abb. 17: TSR Dekomposition des Quality Schweiz Portfolios (01.01.2010 – 31.12.2015, rollierender Einjahreszeitraum)



Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

2.4 CEAMS Quality Schweiz Performancecharakter

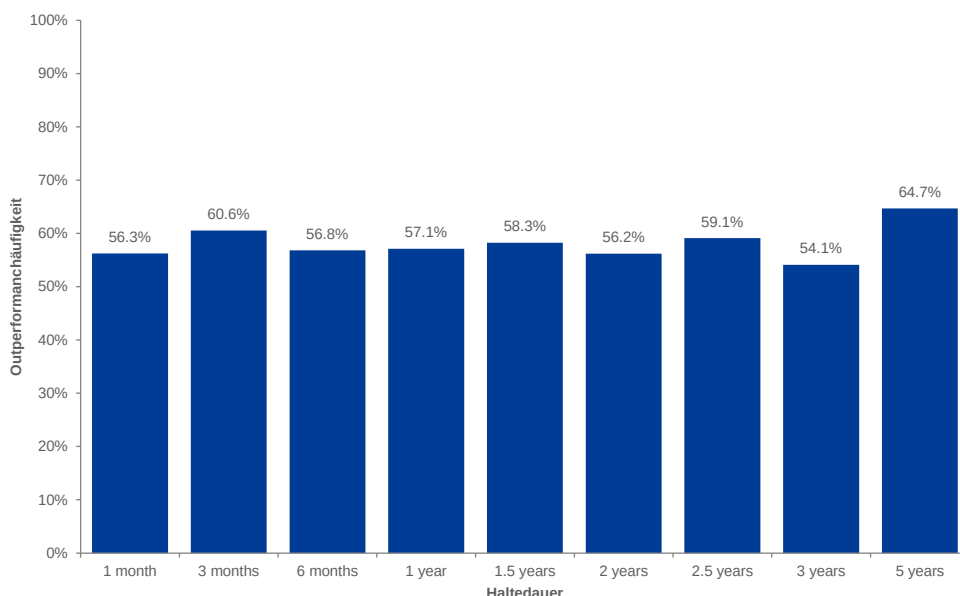
2.4.1 Beschrieb Performancecharakter

Der von der CEAMS begründete Quality-Aktienanlagestil hat einen auf das Jahr 1998 zurückgehenden Performancecharakter, der zwischen 1998 und 2003 „auf Papier“ und seit 2004 real umgesetzt wird. Dieser Charakter ist im Fachbuch „Systematische Investments in Corporate Excellence“ (Verlag NZZ, 2006) detailliert beschrieben⁴. Im Jahr 2009 ist zudem eine von Dr. Wolfram Gerdes erstellte Studie erschienen, welche den Performancecharakter des CEAMS Anlagestils anhand des USA-Portfolios wissenschaftlich untersuchte⁵. Dabei ging es vor allem darum, die Eigenständigkeit des CEAMS Quality-Anlagestils im Kontext des Fama/French-3-Faktoren-Modells zu ergründen. Das Ergebnis bescheinigt, dass „CEAMS Quality“ in der langen Frist einen eigenständigen und wertgenerierenden Performancecharakter aufweist.

2.4.2 Mittelfristiger Zeithorizont notwendig

CEAMS Quality ist keine Timing-Strategie. Sie hat zum Ziel, die entsprechende Benchmark mittel- und langfristig (3 Jahre und mehr) zu schlagen. Investoren, die in CEAMS Quality investieren, sollten deshalb einen mittelfristigen Anlagehorizont haben. Dies kommt in der Analyse der historischen Performance, welche die Outperformancehäufigkeit über verschiedene Haltedauern aufführt (vgl. Abbildung 18), zum Ausdruck. Im Zeitraum von 2004 bis Ende Dezember 2015 hat das CEAMS Quality-Portfolio in der Schweiz ab einer Haltedauer z.B. von 5 Jahren in 65% aller rollierenden Fünfjahresperioden eine Outperformance generiert.

Abb. 18: Historische Outperformancehäufigkeit CEAMS Quality Switzerland Composite (01.01.2004 – 31.12.2015, gemäss rollierendem Zeitraum)



CEAMS Quality Schweiz Composite: Währung CHF. inkl. Transaktionskosten; Dividenden reinvestiert; ohne Mgmt.-Gebühren; Benchmark: SPI Index

Quellen: Bloomberg, CEAMS, Benchmark: SPI Index

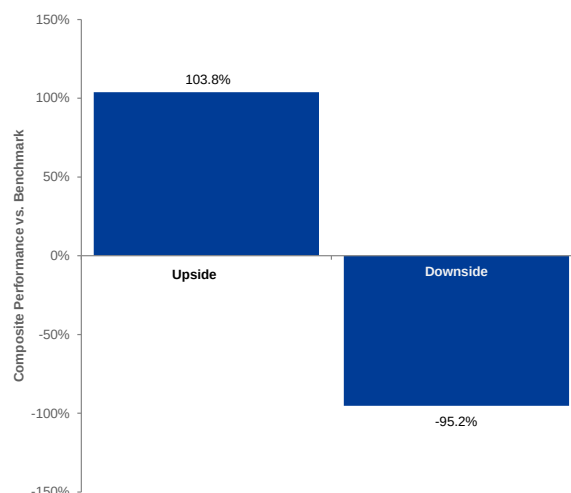
⁴ Vgl. Ph. Weckherlin, M. P. Hepp, „Systematische Investments in Corporate Excellence“, 2006, Verlag Neue Zürcher Zeitung

⁵ Vgl. „Quality as an independent Investment Style“, Dr. W. Gerdes (Ph. D. M.I.T.), 2009 – Studie ist auf Anfrage erhältlich

2.4.3 Downside-Protektion in schwierigen Marktphasen, gutes Verhalten im Aufschwung

Sowohl in Auf- wie auch in Abschwungphasen zeigte das Schweizer Quality-Portfolio im Vergleich zur Benchmark einen besseren Performancecharakter. In Abschwungphasen bot das Quality-Portfolio eine Protektion, indem es im Schnitt weniger verlor als die Benchmark (SPI Index). Darüber hinaus konnte das durchschnittliche Quality-Portfolio die Benchmark in Aufschwungphasen leicht übertreffen (vgl. Abbildung 19 Capture Ratio anhand der monatlichen Performance des CEAMS Quality Schweiz Composites).

Abb. 19: Capture Ratio CEAMS Quality Schweiz Composite (01.01.2004 – 31.12.2015, durchschnittliches Capture Ratio)



CEAMS Quality Schweiz Composite: Währung CHF. inkl. Transaktionskosten; Dividenden reinvestiert; ohne Mgmt.-Gebühren; Benchmark: SPI Index

Quellen: Bloomberg, CEAMS, Benchmark: SPI Index

2.4.4 Phasen der Under- und Outperformance im Quality-, Bewertungs- und Style-Kontext

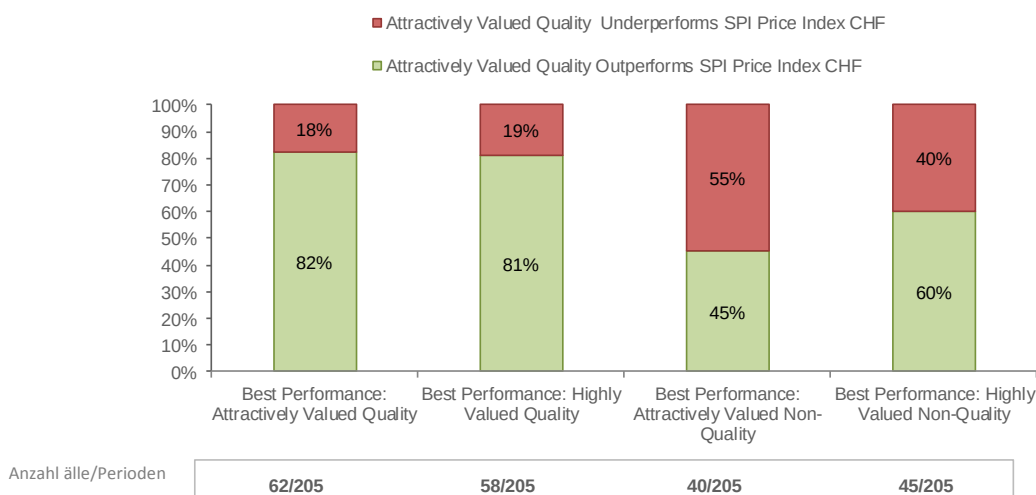
Der CEAMS Quality-Anlagestil setzt auf Qualitätsunternehmen, die attraktiv bewertet sind, und schliesst teuer bewertete Unternehmen (teure Quality) sowie Unternehmen niedriger Qualität (Non-Quality) unabhängig von der Marktbewertung systematisch aus. Die CEAMS Quality-Portfolios sind in der Regel, sofern es die Marktliquidität zulässt, gleichgewichtet und sind historisch betrachtet in den stark regulierten, kapitalintensiven Sektoren wie „Financials“ oder „Utilities“ untergewichtet. Value und Growth sind andere systematische Anlagestile, mit denen Quality eine gewisse Überlappung aufweisen kann. In der Folge wird auf das relative Performanceverhalten von CEAMS Quality eingegangen.

- **CEAMS Quality im Quality- und Bewertungskontext relativ zum Markt – grösstes Risiko, wenn attraktiv bewertete Non-Quality das beste Ergebnis lieferte**

In der Folge wird für die Schweiz anhand des CEAMS CE Corporate Quality Indices® Switzerland aufgezeigt, wie sich das attraktiv bewertete Qualitätssegment verhalten hat, wenn eines der systematisch ausgeschlossenen Segmente (z. B. teure Quality oder teure Non-Quality) am besten performte, und wie oft das attraktiv bewertete Qualitätssegment die Benchmark SPI dennoch schlagen konnte.

Insgesamt wurden hierzu 205 rollierende 12-Monats-Perioden von Januar 1998 bis Dezember 2015 analysiert. Generell hatte das CEAMS Quality Schweiz Portfolio am meisten Mühe, die Benchmark (SPI) zu schlagen, wenn das Segment der attraktiv bewerteten Non-Quality-Firmen am besten performte. In diesem Szenario, das aber „nur“ in 40 aller 205 12-Monats-Perioden vorkam, konnte das attraktiv bewertete Qualitätssegment in 45% der Fälle die Benchmark schlagen (vgl. Abbildung 20).

Abb. 20: Outperformancehäufigkeit CEAMS CE Corporate Quality Indices® Switzerland, wenn ein anderes Quality-/Bewertungssegment am besten performte (01.01.1998 – 31.12.2015, rollierende Einjahreszeiträume)



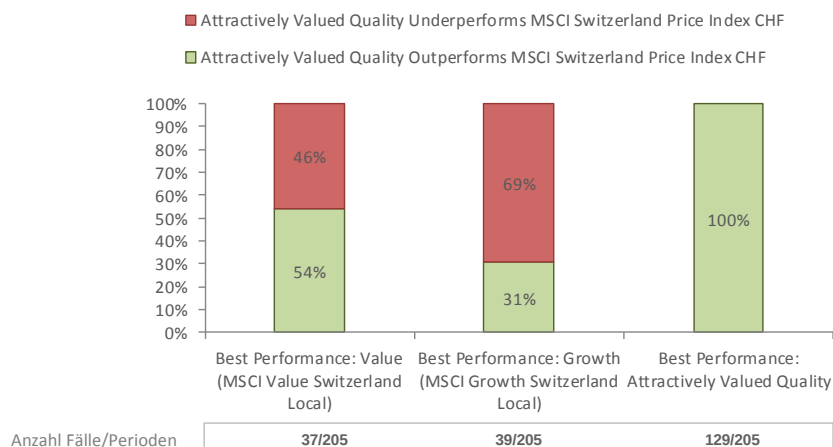
Die CEAMS CE Corporate Quality Index® Familie ist ein Führungsinstrument. Es segmentiert das Aktienuniversum nach Qualität und Bewertung. Ab 01.01.2013 Aktien gewichtet in Clustern, davor Gleichgewichtung; in lokaler Währung gerechnet, ohne Dividenden, Transaktionskosten und Management Fee; Benchmark: SPI Price Index
Quellen: Bloomberg, CEAMS

- **CEAMS Quality im Anlage-Stil-Kontext – solider Outperformancecharakter, selbst wenn Quality nicht der am meisten nachgefragte Anlagestil war**

Die Analyse von Quality im Style-Kontext (Value, Growth) bildet ebenfalls einen wichtigen Baustein, um den Performancecharakter von Quality zu verstehen. Dazu wird in Abbildung 21 aufgezeigt, wie sich das attraktiv bewertete Qualitätssegment relativ zur Benchmark (SPI) verhielt, wenn einer der Anlagestile Growth, Value oder Quality der beste unter den drei Anlagestilen war.

Das langfristige Bild seit 1998 zeigt, dass CEAMS Quality in der Schweiz historisch betrachtet jeweils die beste Chance hatte, die Benchmark (SPI) zu schlagen, wenn Quality der beste unter den drei Anlagestilen war. Dieses Szenario kam in 129 der insgesamt 205 12-Monats-Perioden vor. Wenn Value der beste Anlagestil war, betrug der Anteil der Outperformancephasen 54%. Am meisten Mühe bereitete dem Schweizer Quality-Segment, wenn Growth der beste Anlagestil war. Growth war in 39 der 205 12-Monats-Perioden der beste Anlagestil. In diesem Fall betrug die Outperformancehäufigkeit von Quality lediglich 31%.

Abb. 21: Outperformancehäufigkeit CEAMS CE Corporate Quality Indices® Switzerland, wenn ein anderer Anlagestil besser war (01.01.1998 – 31.12.2015, rollierende Einjahreszeiträume)



Die CEAMS CE Corporate Quality Index® Familie ist ein Führungsinstrument. Es segmentiert das Aktienuniversum nach Qualität und Bewertung. Aktien gleichgewichtet, in lokaler Währung gerechnet, ohne Dividenden, Transaktionskosten und Management Fee; Benchmark: SPI Price Index

Quellen: Bloomberg, CEAMS

Gemessen an der Börsenperformance seit 1998 können 3 verschiedene Marktzyklen unterschieden werden, wobei der letzte Zyklus noch nicht abgeschlossen ist. Von 1998 bis 2003 war es der Aufbau und das Platzen der Internetblase, von 2004 bis Ende Mai 2007 war es eine Phase des Aufschwungs, und von Juni 2007 bis heute war es die Finanzkrise sowie die Erholungsphase seit dem Tiefpunkt der Finanzkrise. In der Abbildung 22 ist die Performance von Value, Growth und Quality für den Schweizer Aktienmarkt in den drei verschiedenen Zyklen sowie für das Jahr 2014 aufgeführt. Es ist ersichtlich, dass der Schweizer Aktienmarkt im Value/Growth-Vergleich von 1998 bis Ende Mai 2007 ein Value-Markt war. Seit Ausbruch der Finanzkrise im Juni 2007 war dann Growth besser als Value.

Wird Quality als dritter Investmentstil hinzugezogen, so ist eindeutig zu sehen, dass die Schweiz ein Quality-Markt ist. Quality konnte in allen drei Zyklen die beste Performance erzielen und war damit Value und Growth deutlich überlegen. Auch wenn das Investieren in systematische Anlagestile in der Schweiz (vielleicht auch wegen der Enge des Marktes) noch nicht besonders stark ausgeprägt scheint, kann doch gefolgert werden, dass Anleger im schweizerischen Börsenmarkt «Quality» nicht nur identifizieren, sondern auch honorieren. Über das ganze Jahr 2015 gesehen setzte sich aber Value vor Quality und Growth durch.

Abb. 22: Performancevergleich von Value, Growth und Quality in den Zyklen 1998 – 2003, 2004 – 2007, 2007 – 2015

	Switzerland		
	Value	Growth	Quality
01.01.2015. - 31.12.2015.	-4.64%	-0.08%	5.64%
01.06.2007. - 31.12.2015.	-31.87%	5.83%	23.21%
01.01.2004. - 31.05.2007.	84.38%	65.05%	132.42%
01.01.1998. - 31.12.2003.	-4.27%	-12.80%	201.52%

Index-Definitionen: Schweiz Value: MSCI Value Switzerland Index (CHF, Preis Index), Schweiz Growth: MSCI Growth Switzerland Index (CHF, Preis Index), Schweiz Quality: CEAMS CE Corporate Quality Index® Schweiz (CHF, Preis Index, ohne Dividenden, Transaktionskosten und Management Fee)

Quellen: Bloomberg, CEAMS

3. CEAMS Quality Europa Performancerückblick 2015

3.1 Quality profitiert von starken Schwankungen

Die abgelaufene Berichtsperiode war auch in Europa von starken Schwankungen an den Aktienmärkten gekennzeichnet. Nach starken Kursgewinnen im ersten Quartal infolge der QE-Massnahmen der EZB, konnten sich die Aktienmärkte im zweiten Quartal zunächst auf den hohen Bewertungsniveaus halten. Die ab Juni– Stichwort Griechenlandkrise - einsetzenden Marktkorrekturen wurden von zeitweiligen Erholungsphasen unterbrochen. Auslöser für die heftigen Kurskorrekturen im August/September waren vor allem Wachstumssorgen in China stärker und die für September erwartete Zinswende in den USA. Als die FED daraufhin den Zinsanstieg verschob, erholten sich Märkte auch in Europa kurzfristig, gaben jedoch im November wieder deutlich nach. Alles in allem schloss der STOXX 600 TR das Jahr 2015 dennoch mit einem stattlichen Plus von 9.6% ab.

Vor dem Hintergrund der starken Turbulenzen, ausgelöst vor allem durch politische Unsicherheiten und Wachstumssorgen, besannen sich die Investoren wieder verstärkt auf Qualitäts- und Bewertungskriterien, sprich, sie schenkten dem Risikoaspekt wieder vermehrt Beachtung. Das CEAMS Quality Europa Composite erzielte im 2015 eine Performance, die mit rund 1.2% deutlich über der Benchmark Performance lag. Absolut betrachtet konnte der CEAMS Quality Europa Composite seinen Wert um 10.8% steigern, wogegen die Benchmark 9.6% an Wert zulegte (vgl. Tabelle 2).

Tabelle 2: Performance CEAMS Quality Europe Composite per 31.12.2015⁶

Quality Composite	2015	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	3Y p.a.	5Y p.a.	Annual Return	Since Inception	Alpha	Tracking Error	Information Ratio	Inception Date
Europe (EUR)	10.8%	29.4%	26.6%	23.0%	1.1%	-42.4%	34.6%	23.7%	-6.4%	16.0%	15.1%	10.2%	12.0%	8.8%	9.5%	197.7%	2.7%	7.2%	0.37	01.01.2004
Stoxx 600 Net TR (EUR)	9.6%	12.2%	26.7%	20.8%	2.4%	-43.8%	32.4%	11.6%	-8.6%	18.2%	20.8%	7.2%	12.4%	8.9%	6.9%	123.9%	-	-	-	
Out-/Underperformance	1.2%	17.2%	-0.1%	2.2%	-1.3%	1.4%	2.2%	12.0%	2.2%	-2.1%	-5.7%	3.0%	-0.4%	-0.1%	2.6%	73.8%	-	-	-	

Quellen: Bloomberg, PerTools, CEAMS

3.2 Performance-Attribution CEAMS Quality Europa 2015 – Sektorale Sicht

Aus sektoraler Sicht lassen sich bei der Performance-Attribution drei Grundeffekte ableiten – der Allokationseffekt, der Selektionseffekt und ein Währungseffekt – dies immer in Relation zur Benchmark (für das Europa Quality-Portfolio ist die Benchmark in der folgenden Performance-Attribution der MSCI Europe Net TR). Bei dieser Betrachtung gilt es allerdings hinzuzufügen, dass die CEAMS Aktienauswahl ausschliesslich Bottom-Up erfolgt, die Sektorallokation also ein Ergebnis der Selektion ist.

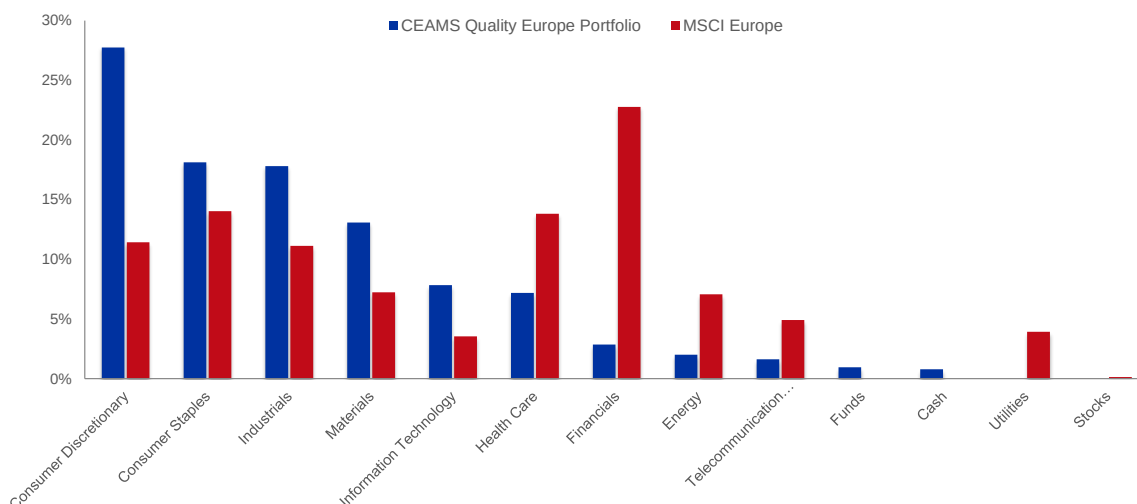
▪ Sektorale Betrachtung: Selektion im Rohstoffsektor lieferte grössten sektoralen Beitrag

Die CEAMS Aktienauswahl ergab eine Übergewichtung in den Sektoren Konsum (zyklisch und nicht-zyklisch), Industrie, Rohstoffe und Technologie sowie eine Untergewichtung der Sektoren Finanzen, Health Care, Energie, Versorger und Telekommunikation (vgl. Abbildung 23).

⁶ -Composite: inkl. Transaktionskosten; Dividenden reinvestiert; ohne Mgt.-Gebühren. Die Composite Definitionen sind auf Anfrage erhältlich

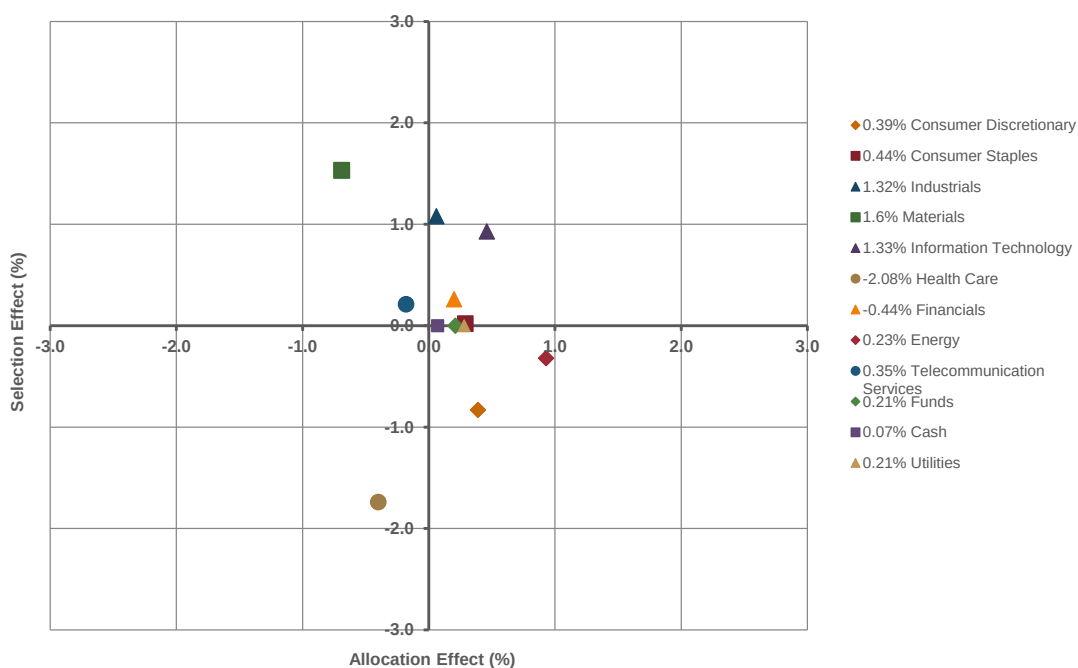
- Annualisiertes Alpha (risikoadjustiert)

Abb. 23: Signifikante Über-/Untergewichtungen in den Sektoren aufgrund von „Best-Overall“-Ansatz Quality Europa Portfolio (01.01.2015 - 31.12.2015 - Durchschnittliche Sektorengewichtung vs. MSCI Europe)



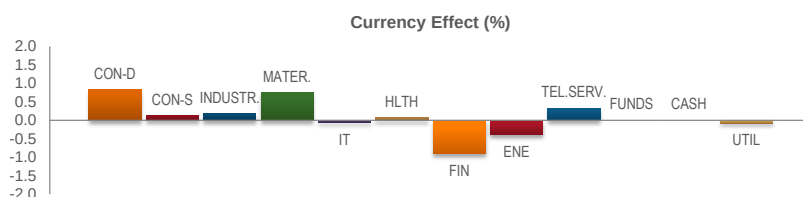
Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

Abb. 24: Quality Europa Performance-Attribution nach Sektoren vs. MSCI Europe Index in EUR (01.01.2015 – 31.12.2015)



Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

Abb. 25: Währungseffekte nach Sektoren CEAMS Quality Europa Portfolio vs. MSCI Europe Index (01.01.2015 – 31.12.2015)



Sektornabkürzungen: TECH = Technology, CON-C = Consumer Cyclical, IND = Industrial, CON-N = Consumer Non-Cyclical, COMM = Communications, ENE = Energy, Basic-M = Basic Material, UTIL = Utilities, FIN = Financial, DIV = Diversified
Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

Die Outperformance der Quality Europa Strategie per Ende Dezember 2015 lässt sich vor allem auf Titelselektionseffekte in den Sektoren Information Technology, Industrials und Materials, sowie auf positive Allokationseffekte in den Sektoren Energie und Consumer Discretionary zurückführen. Einzelne Beispiele sind:

- + Selektion in Industrials (z. B. Ryan Air, Legrand)
- + Selektion in Information Technology (z. B. Cap Gemini)
- + Selektion in Materials (z. B. Sika, Givaudan)
- Selektion in Health Care (z. B. Smith & Nephew, Novartis)

3.3 Die operative Performance der europäischen Unternehmen – Ende Dezember 2015

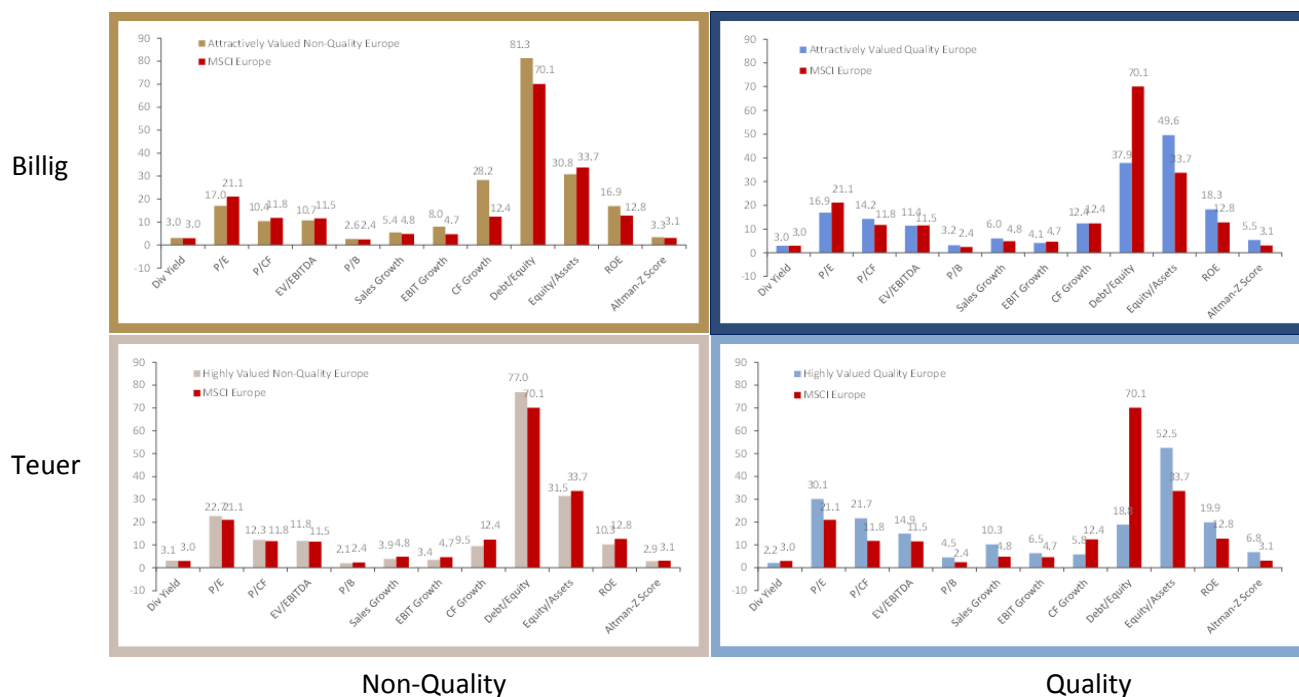
▪ Was befand sich im Portfolio – CEAMS Quality im Vergleich zu Non-Quality und teurer Quality

Die CEAMS unterteilt das Investmentuniversum in vier Segmente: teuer und attraktiv bewertete Quality sowie teuer und attraktiv bewertete Non-Quality. Wenn die Leistungskennziffern der jeweils zugeordneten Unternehmen summiert und verdichtet werden, so ergeben sich im Vergleich zum Markt mit Stichtag Ende Dezember 2015 vier typische Unternehmensprofile (mit der Medianmethode berechnet). Die attraktiv bewerteten Quality-Unternehmen in Europa sind vom Leistungsprofil im internationalen Vergleich weitgehend identisch und zeichnen sich durch attraktive Rentabilität, solide Bilanzkennzahlen, gutes Wachstum und einem etwas höheren Bewertungsniveau im Vergleich zur Benchmark aus.

▪ Das typische, „attraktiv bewertete Quality-Unternehmen“ in Europa im Vergleich

Das typische, attraktiv bewertete CEAMS Quality-Unternehmen in Europa (oben rechts in der Abbildung 26) ist überdurchschnittlich profitabel, sehr solide finanziert und weist einen deutlich besseren Altman Z-Score (ein Indiz der Konkursgefahr eines Unternehmens) auf als das durchschnittliche Benchmark Unternehmen. Die Wachstumsraten liegen beim Umsatzwachstum über Benchmarkniveau und beim EBIT- und Cash Flow Wachstum leicht unter bzw. auf Benchmarkniveau. Die Bewertungskennzahlen liegen durchschnittlich auf Marktniveau. Im Vergleich hierzu zeigt der Blick auf die teuer bewertete Quality noch einmal höhere Wachstumskenntzahlen (Ausnahme CF Growth). Gleichzeitig ist die Bewertung des teuer bewerteten Quality-Segments deutlich über Benchmarkniveau. Das fundamental schlechteste Segment per Ende Dezember 2015 ist das teuer bewertete Non-Quality-Segment. Das durchschnittliche Unternehmen aus diesem Segment ist sowohl aus Quality- als auch aus Wachstums- und Bewertungsicht der Benchmark und den übrigen Segmenten unterlegen.

Abb. 26: Unterschiedlicher Fundamental-Charakter für die verschiedenen Qualitäts- und Bewertungssegmente in Europa Ende Dezember 2015 (Medianmethode)⁷



Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

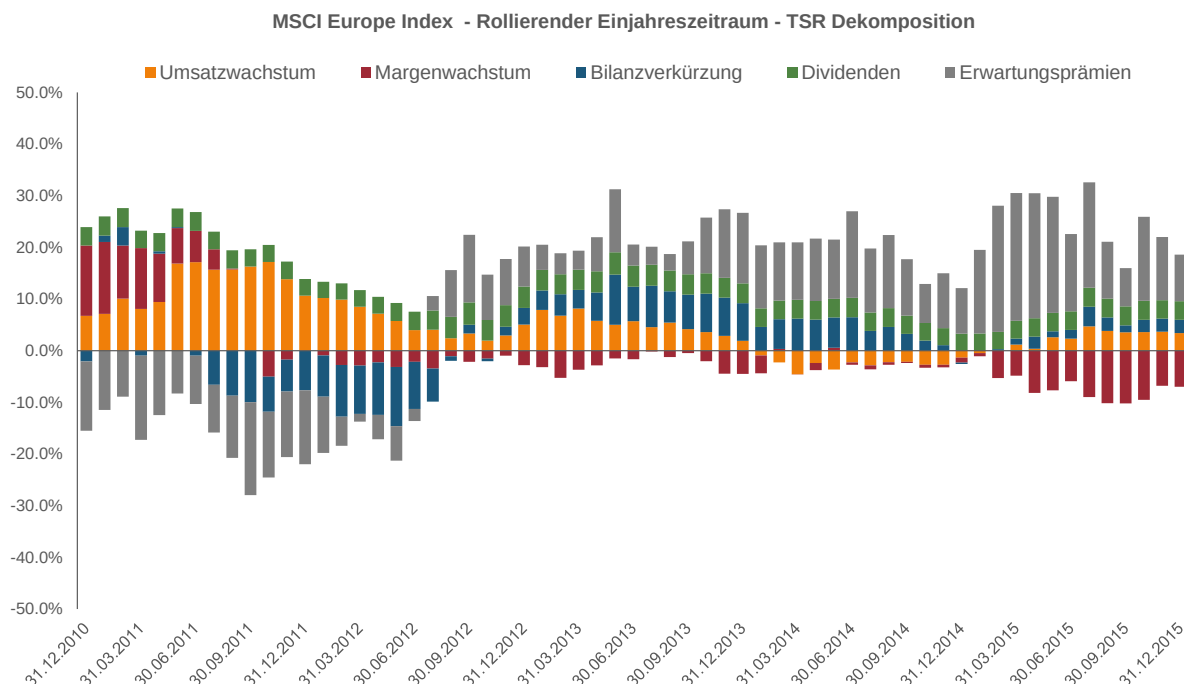
- **Fundamental besser unterstützte Performance der CEAMS Quality-Portfolios in Europa im Vergleich zum Gesamtmarkt**

Eine wichtige Frage beim Verständnis einer Aktienperformance ist deren Qualität. Das heisst, ob ein in einer spezifischen Periode erreichter Total Shareholder Return (TSR) auch tatsächlich durch operative Ergebnisse unterstützt wird oder nicht. Eine Aufsplittung der Performance nach Beiträgen zum TSR sollte alle Formen von Dividenden, das Umsatz- und Margenwachstum sowie die proportionale Schuldenreduktion berücksichtigen. Ist ein TSR in einer Periode höher als die erwirtschafteten operativen Ergebnisse, dann entspricht die Differenz der Erwartungsprämie. Dies ist sodann der nicht durch operative Ergebnisse gestützte TSR-Bestandteil.

Die TSR-Analyse für den MSCI Europe Index zeigt, dass der Haupttreiber der Börsenperformance, wenn auch rückläufig, die Erwartungsprämie war. Operativ betrachtet lieferte in 2015 neben der Dividendenrendite nun auch wieder das Umsatzwachstum einen geringen, aber konstanten Beitrag zur TSR. Der TSR-Beitrag des Margenwachstums war jedoch durchweg negativ. (vgl. Abbildung 27).

⁷ Diese Ergebnisse stellen die Performance des ersten, rein quantitativen Schrittes im CEAMS Investmentprozess dar und unterscheiden sich von der Auswahl und Performance der CEAMS Quality-Portfolios.

Abb. 27: TSR Dekomposition des MSCI Europe Index (01.01.2010 – 31.12.2015, rollierender Einjahreszeitraum)

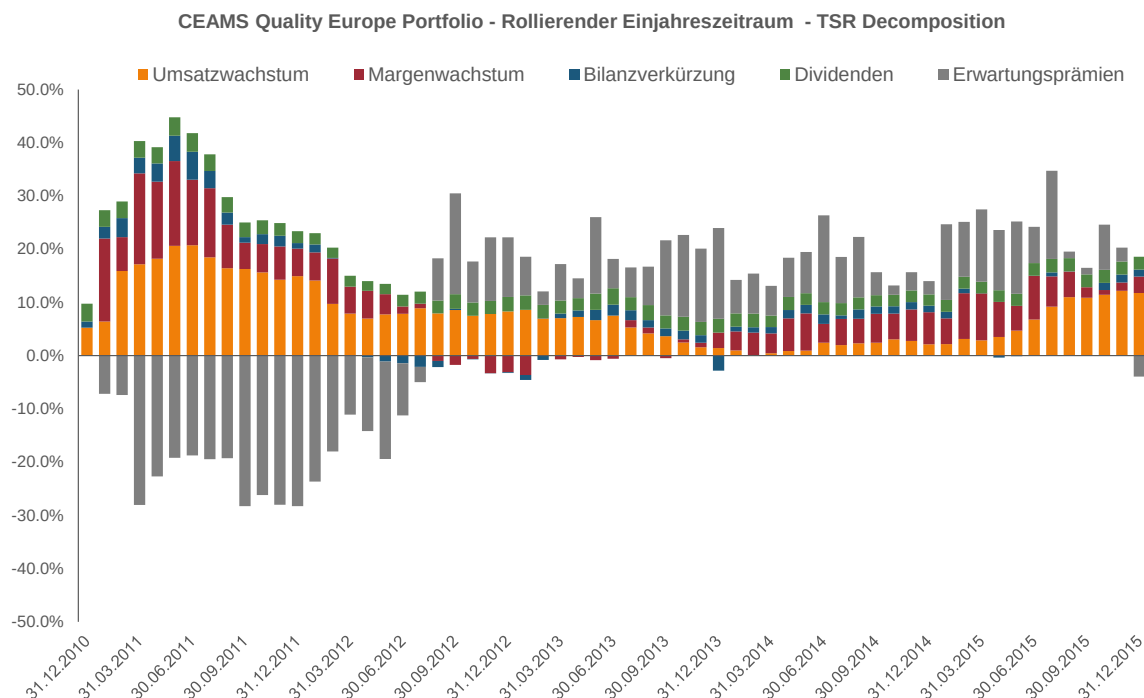


Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

Im Vergleich zum Markt lieferten alle TSR-Komponenten im Quality Europa Portfolio einen positiven Beitrag (vgl. Abbildung 28). Alle TSR-Komponenten, insbesondere das Margenwachstum, blieben deutlich im positiven Bereich. Neben einer ebenfalls konstant positiven Dividendenrendite war der Beitrag des Umsatzwachstums ebenfalls seit Beginn der TSR-Messung stets positiv. Der TSR-Effekt, welcher aus steigenden Margen generiert wird, war im letzten Jahr wieder wertschöpfend und dies notabene bei Margenniveaus, welche sich bei Quality-Unternehmen auf deutlich höheren Levels befanden. Was zudem bei der TSR-Analyse im Vergleich zum Markt auffiel, war die Tatsache, dass im Quality-Portfolio der Deleveraging-Effekt nur eine untergeordnete Rolle spielte bzw. kaum vorhanden war. Dies rührte daher, dass Quality-Firmen eine kerngesunde Bilanz aufweisen und demzufolge eine Entschuldung kaum notwendig war.

Die Aufschlüsselung des Total Shareholder Returns (TSR) des Quality-Portfolios Europa zeigte zusammengefasst, dass – im Gegensatz zum Markt – die Performance des Quality-Portfolios fundamental klar besser abgestützt war.

Abb. 28: TSR Dekomposition des Quality Europa Portfolios (01.01.2010 – 31.12.2015, rollierender Einjahreszeitraum)



Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

3.4 CEAMS Quality Europa Performancecharakter

3.4.1 Beschrieb Performancecharakter

Der von der CEAMS begründete Quality-Aktienanlagestil hat einen auf das Jahr 1998 zurückgehenden Performancecharakter, der zwischen 1998 und 2003 „auf Papier“ und seit 2004 real umgesetzt wird. Dieser Charakter ist im Fachbuch „Systematische Investments in Corporate Excellence“ (Verlag NZZ, 2006) detailliert beschrieben⁸. Im Jahr 2009 ist zudem eine von Dr. Wolfram Gerdes erstellte Studie erschienen, welche den Performancecharakter des CEAMS Anlagestils anhand des CEAMS USA Portfolios wissenschaftlich untersuchte⁹. Dabei ging es vor allem darum, die Eigenständigkeit des CEAMS Quality-Anlagestils im Kontext des Fama/French-3-Faktoren-Modells zu ergründen. Das Ergebnis bescheinigt, dass „CEAMS Quality“ in der langen Frist einen eigenständigen und wertgenerierenden Performancecharakter aufweist.

3.4.2 Mittelfristiger Zeithorizont notwendig

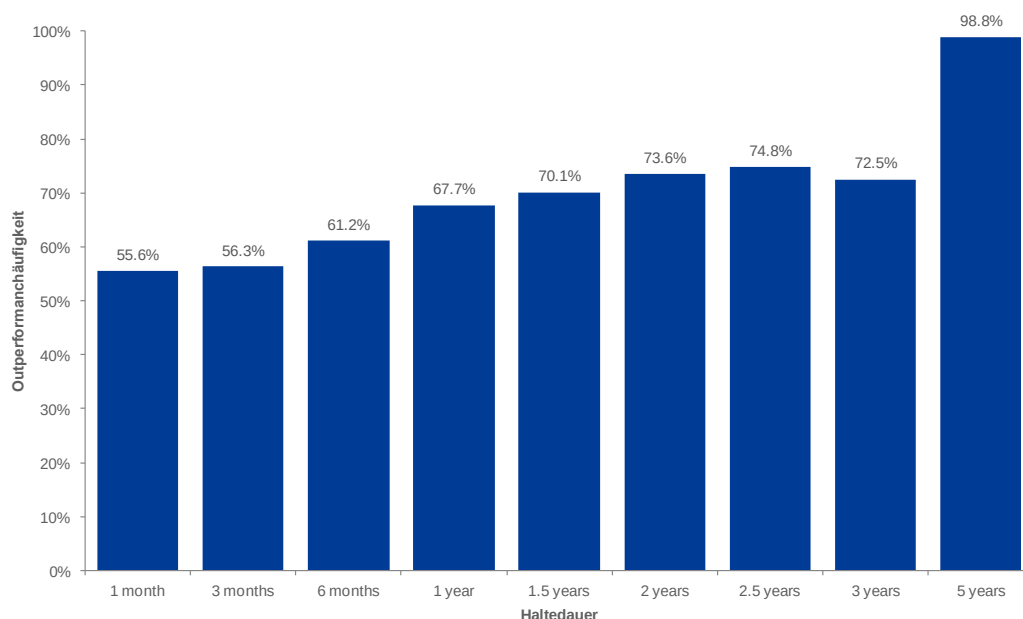
CEAMS Quality ist keine Timing-Strategie. Sie hat zum Ziel, die entsprechende Benchmark mittel- und langfristig (3 Jahre und mehr) zu schlagen. Investoren, die in CEAMS Quality investieren, sollten deshalb einen mittelfristigen Anlagehorizont haben. Dieser Performancecharakter kommt in der Analyse der historischen Performance, welche die Outperformancehäufigkeit über verschiedene Haltedauern

⁸ Vgl. Ph. Weckherlin, M. P. Hepp, „Systematische Investments in Corporate Excellence“, 2006, Verlag Neue Zürcher Zeitung

⁹ Vgl. „Quality as an independent Investment Style“, Dr. W. Gerdes (Ph. D. M.I.T.), 2009 – Studie ist auf Anfrage erhältlich

aufführt (vgl. Abbildung 29), deutlich zum Ausdruck. Im Zeitraum von 2004 bis Ende Dezember 2015 hat das CEAMS Quality-Portfolio in Europa z.B. in knapp 74% aller rollierenden Zweijahresperioden eine Outperformance (gegenüber Stoxx 600 Net TR) generiert. Eine längere Haltedauer führte dabei generell auch zu einer höheren Outperformancehäufigkeit.

Abb. 29: Historische Outperformancehäufigkeit CEAMS Quality Europe Composite (01.01.2004 – 31.12.2015, gemäss rollierendem Zeitraum)

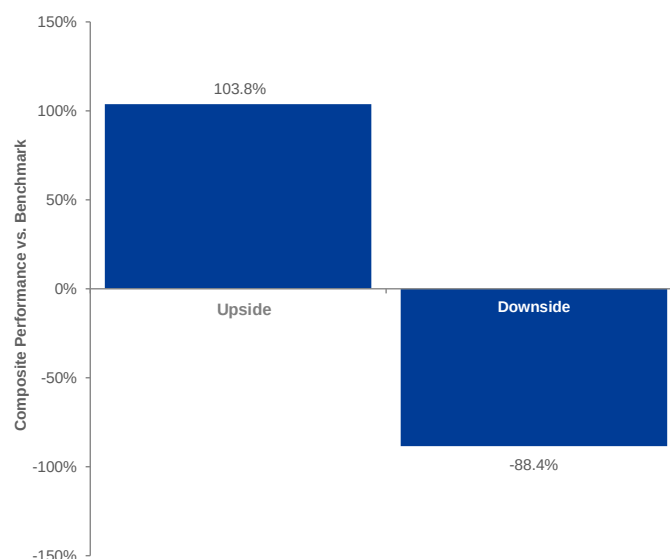


CEAMS Quality Europe Composite: Währung EUR. inkl. Transaktionskosten; Dividenden reinvestiert; ohne Mgmt.-Gebühren; Benchmark: STOXX 600 Net TR Index
Quellen: Bloomberg, CEAMS

3.4.3 Downside-Protektion in schwierigen Marktphasen, gutes Verhalten im Aufschwung

Sowohl in Auf- wie auch in Abschwungphasen zeigte das europäische Quality-Portfolio im Vergleich zur Benchmark (Stoxx 600 Net TR) einen besseren Performancecharakter. In Abschwungphasen bot das Quality-Portfolio eine Protektion, indem es im Schnitt weniger verloren hat als die jeweilige Benchmark. Darüber hinaus konnte das durchschnittliche europäische Quality-Portfolio die jeweilige Benchmark in Aufschwungphasen übertreffen (vgl. Abbildung 30 Capture Ratio anhand der monatlichen Performance des CEAMS Quality Europa Composites).

Abb. 30: Capture Ratio CEAMS Quality Europe Composite (01.01.2004 – 31.12.2015, durchschnittliches Capture Ratio)



CEAMS Quality Europe Composite: Währung EUR. inkl. Transaktionskosten; Dividenden reinvestiert; ohne Mgmt.-Gebühren; Benchmark: STOXX 600 Net TR Index
Quellen: Bloomberg, CEAMS

3.4.4 Phasen der Under- und Outperformance im Quality-, Bewertungs- und Style-Kontext

Der CEAMS Quality-Anlagestil setzt auf Qualitätsunternehmen, die attraktiv bewertet sind und schliesst teuer bewertete Unternehmen (Teure Quality) sowie Unternehmen niedriger Qualität (Non-Quality) unabhängig von der Marktbewertung systematisch aus. Value und Growth sind andere systematische Anlagestile, mit denen Quality eine gewisse Überlappung aufweisen kann. In der Folge wird auf das relative Performanceverhalten von CEAMS Quality eingegangen.

- **CEAMS Quality im Quality- und Bewertungskontext relativ zum Markt – grösstes Risiko, wenn teure Quality das beste Ergebnis liefert**

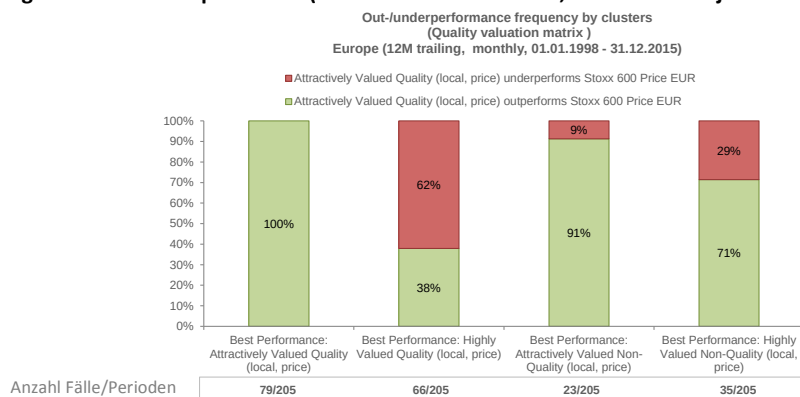
Abbildung 31 zeigt, wie sich das attraktiv bewertete Qualitätssegment anhand des CEAMS CE Corporate Quality Indices® in Europa verhalten hat, wenn eines der systematisch ausgeschlossenen Segmente (z. B. teure Quality oder teure Non-Quality) am besten performte, und wie oft das attraktiv bewertete Qualitätssegment die Benchmark (STOXX 600 Price Index) dennoch schlagen konnte.

Insgesamt wurden hierzu 205 rollierende 12-Monats-Perioden von Januar 1998 bis Dezember 2015 analysiert. Die europäischen Quality-Portfolios hatten am meisten Mühe die Benchmark zu schlagen, wenn das Segment der teuren Quality-Firmen am besten performte. Dieses Performancemuster ist auch in anderen Märkten erkennbar und wurde im Buch „Systematische Investments in Corporate Excellence“¹⁰ bereits ausführlich dargelegt. In diesem Szenario, das in 66 aller 12-Monats-Perioden vorkam, konnte das attraktiv bewertete Qualitätssegment lediglich in 38%

¹⁰ Vgl. Ph. Weckherlin, M. P. Hepp, „Systematische Investments in Corporate Excellence“, 2006, Verlag Neue Zürcher Zeitung

der Fälle die Benchmark schlagen (vgl. Abbildung 31). War eines der beiden Non-Quality-Segmente das Beste, was allerdings deutlich weniger häufig vorkam (teure Non-Quality in 35 und attraktiv bewertete Non-Quality in 23 der insgesamt 205 Perioden), war die Outperformancehäufigkeit des attraktiv bewerteten Quality-Segmentes mit 91% (attraktiv bewertete Non-Quality) bzw. 71% (teuer bewertete Non-Quality) signifikant höher.

Abb. 31: Outperformancehäufigkeit* CEAMS CE Corporate Quality Indices® Europe, wenn ein anderes Quality-/ Bewertungssegment am besten performte (01.01.1998 – 31.12.2015, rollierende Einjahreszeiträume)



* In zwei 12-Monats-Perioden war keiner der Quality/Bewertungssegmente besser als die Benchmark

Die CEAMS CE Corporate Quality Index® Familie ist ein Führungsinstrument. Es segmentiert das Aktienuniversum nach Qualität und Bewertung. Aktien gleichgewichtet, in lokaler Währung gerechnet, ohne Dividenden, Transaktionskosten und Management Fee;
Benchmark: Stoxx 600 Price Index EUR

Quellen: Bloomberg, CEAMS

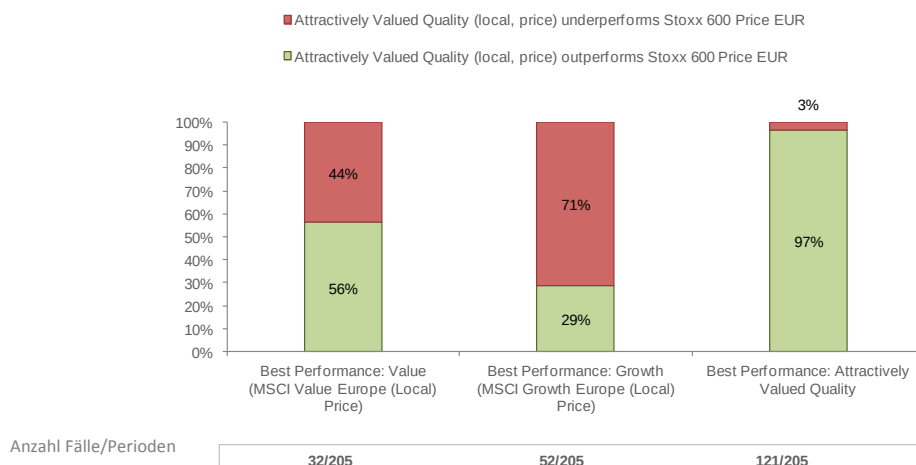
■ **CEAMS Quality im Stil Kontext – solider Outperformancecharakter, selbst wenn Quality nicht der am meisten nachgefragte Anlagestil war**

Die Analyse von Quality im Style-Kontext (Value, Growth) bildet ebenfalls einen wichtigen Baustein, um den Performancecharakter von Quality zu verstehen. Dazu wird unten stehend aufgezeigt (Abbildung 32), wie sich das attraktiv bewertete Qualitätssegment anhand des CEAMS CE Corporate Quality Indices® relativ zur Benchmark verhielt, wenn einer der Anlagestile Growth, Value oder Quality der beste unter den drei Anlagestilen war.

Das langfristige Bild seit 1998 zeigt, dass CEAMS Quality historisch betrachtet jeweils die beste Chance hatte, die Benchmark zu schlagen, wenn attraktiv bewertete Quality der beste unter den drei Anlagestilen war, was in 121 aller 205 rollierenden 12-Monats-Perioden vorkam. Dass dies nicht in 100% aller Fälle so war, lag hauptsächlich daran, dass die Quality-Portfolios in der Regel gleichgewichtet waren, während die Benchmark kapitalmarktgewichtet ist.

Mehr Mühe bereitete es dem europäischen Quality-Segment, wenn Growth der beste Anlagestil war. In diesem Fall betrug die Outperformancehäufigkeit von Quality lediglich 29%. Dieses Szenario kam in 52 Perioden aller 205 rollierenden 12-Monats-Perioden vor.

Abb. 32: Outperformancehäufigkeit CEAMS CE Corporate Quality Indices® Europa, wenn ein anderer Anlagestil besser war (01.01.1998 – 31.12.2015, rollierende Einjahreszeiträume)



Die CEAMS CE Corporate Quality Index® Familie ist ein Führungsinstrument. Es segmentiert das Aktienuniversum nach Qualität und Bewertung. Aktien gleichgewichtet, in lokaler Währung gerechnet, ohne Dividenden, Transaktionskosten und Management Fee; Benchmark: Stoxx 600 Price Index EUR

Quellen: Bloomberg, CEAMS

Gemessen an der Börsenperformance seit 1998 können 3 verschiedene Marktzyklen unterschieden werden, wobei der letzte Zyklus noch nicht abgeschlossen ist. Von 1998 bis 2003 war es der Aufbau und das Platzen der Internetblase, von 2004 bis Ende Mai 2007 war es eine Phase des Aufschwungs, und von Juni 2007 bis heute war es die Finanzkrise sowie die Erholungsphase seit dem Tiefpunkt der Finanzkrise. In Abbildung 33 ist die Performance von Value, Growth und Quality in den drei verschiedenen Zyklen sowie für das Jahr 2015 aufgeführt. Es ist ersichtlich, dass Value in Europa sowohl in den Jahren 1998 bis 2003 sowie 2004 bis Ende Mai 2007 eine bessere Performance als Growth erzielte. Seit dem Beginn der Finanzkrise, d.h. in den Jahren 2007 bis Ende Dezember 2015 hat sich dieses Verhältnis aber gedreht und Growth hat deutlich besser abgeschnitten.

Quality erzielte in den ersten beiden Zyklen die beste Performance verglichen mit Value und Growth. Seit Ausbruch der Finanzkrise, und insbesondere in den Jahren 2012 und teilweise 2013, konnte Quality nicht mit Growth mithalten. 2015 erzielten Quality und Growth die gleiche Performance vor Value.

Abb. 33: Performancevergleich von Value, Growth und Quality in den Zyklen 1998 – 2003, 2004 – 2007, 2008 – 2015

	Europe		
	Value	Growth	Quality
01.01.2015. - 31.12.2015.	-5.08%	9.59%	9.58%
01.06.2007. - 31.12.2015	-34.00%	11.57%	7.03%
01.01.2004. - 31.05.2007.	75.52%	61.33%	112.07%
01.01.1998. - 31.12.2003.	13.18%	-16.34%	86.80%

Europa Value: MSCI Europe Value Price Index (LOC), Europa Growth: MSCI Europe Growth Price Index (LOC), Europa Quality: CEAMS CE Corporate Quality Index® Europe (LOC, Preis Index, ohne Dividenden, Transaktionskosten und Management Fee)

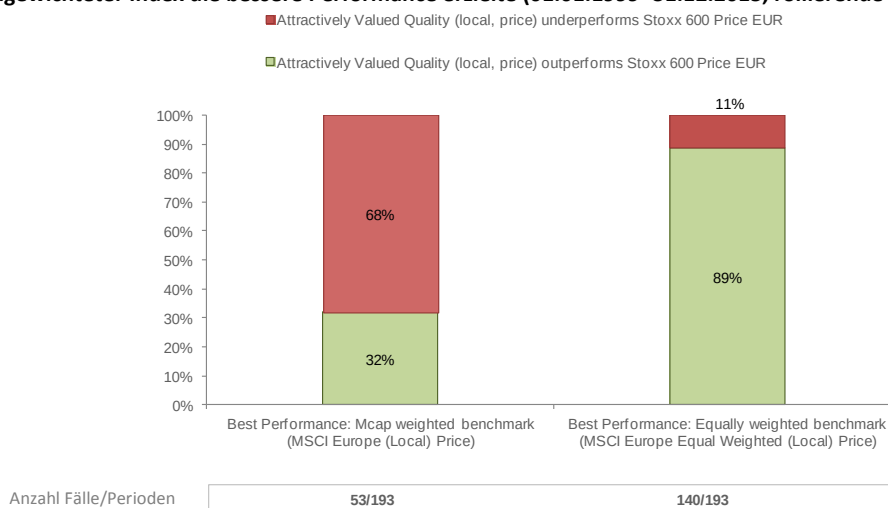
Quellen: Bloomberg, CEAMS

- **Der Gleichgewichtungseffekt – grösstes Risiko, wenn kapitalgewichtete Indizes besser als gleichgewichtete Indizes abschnitten**

Die CEAMS Portfolios sind in der Regel gleichgewichtet, sofern es die Liquidität zulässt. In der folgenden Analyse wird anhand der historischen Performance aufgezeigt, wie häufig CEAMS Quality in Europa die Benchmark übertreffen konnte, wenn der kapitalgewichtete bzw. der gleichgewichtete Index das beste Ergebnis erzielte. Bei dieser Analyse kommt zum Ausdruck, dass CEAMS Quality die Benchmark häufiger übertreffen konnte – und zwar in 89% der rollierenden 12-Monats-Perioden – wenn der gleichgewichtete Index besser war als der Kapitalgewichtete (vgl. Abbildung 34).

War die kapitalgewichtete Benchmark am besten, konnte der STOXX 600 Index mit CEAMS Quality nur in 32% übertroffen werden. Der Fall, dass der kapitalgewichtete Benchmark am besten war, trat allerdings nur in 53 aller 193 rollierenden 12-Monats-Perioden ein.

Abb. 34: Outperformancehäufigkeit CEAMS CE Corporate Quality Indices® Europa, wenn ein kapitalgewichteter oder gleichgewichteter Index die bessere Performance erzielte (01.01.1999–31.12.2015, rollierende Einjahreszeiträume)



Die CEAMS CE Corporate Quality Index® Familie ist ein Führungsinstrument. Es segmentiert das Aktienuniversum nach Qualität und Bewertung. Aktien gleichgewichtet, in lokaler Währung gerechnet, ohne Dividenden, Transaktionskosten und Management Fee;
 Benchmark: Stoxx 600 Price Index EUR
 Quellen: Bloomberg, CEAMS

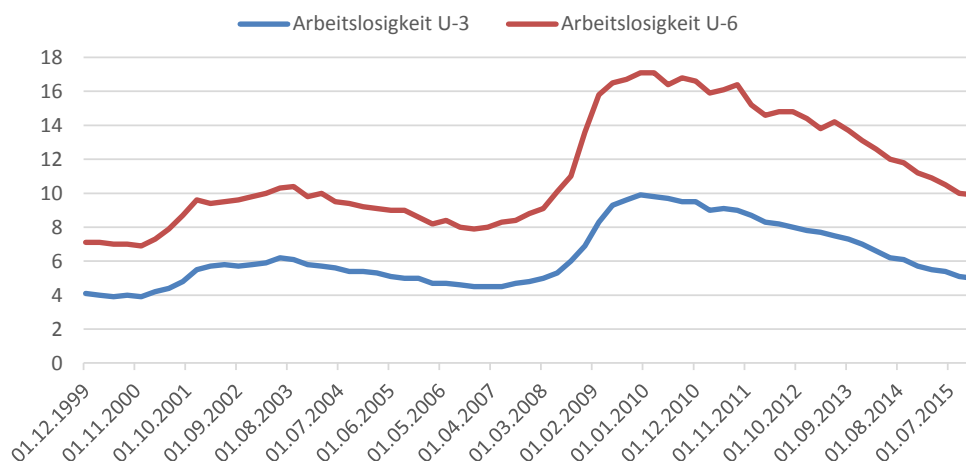
4. CEAMS Quality USA Performancerückblick 2015

4.1 Ein Jahr geprägt von der Notenbank, dem Ölpreis und China

Der S&P 500 Gross Total Return Index konnte sich nach dem Taucher Ende August per Ende des Jahres mit einer Performance von +1.4% ins positive Terrain retten. Ausschlaggebend für diese doch eher schwache Performance im Vorjahresvergleich waren die Zinserhöhung in den USA, fallende Öl- und Rohstoffpreise, kontinuierliche Aufwertung des USD sowie Sorgen betreffend der wirtschaftlichen Entwicklung in China und der damit verbundenen Abwertung des Renminbi.

In den letzten Jahren wurde die Arbeitslosenquote in den USA von den Investoren mit Argusaugen verfolgt, da eine hohe Beschäftigungszahl ein Ziel der Fed ist und diese damit auch Informationen zur Fortführung der Geldmengenausweitung und niedrigen Zinsen liefert. Über die letzten Jahre hat sich die amerikanische Wirtschaft gemessen an den Arbeitslosenzahlen deutlich erholt. Gemäss offiziellen Zahlen ist die Arbeitslosigkeit auf 5% gesunken. Als Folge sah die Fed die Wirtschaft als stark genug an, um einen Zinsanstieg und damit einen ersten Schritt Richtung Normalisierung der Zinspolitik zu verkraften.

Abb. 35: Arbeitslosigkeit in den USA gemäss U-3 und U-6 Berechnung



Quelle: United States Department of Labor, Bureau of Labor Statistics

Die offizielle Arbeitslosenquote in den USA ist aber auch mit Vorsicht zu geniessen. Die Abbildung 35 zeigt den Vergleich der „offiziellen“ Arbeitslosenquote (U-3 Berechnung) mit der Arbeitslosenquote gemäss U-6 Berechnungen, die vermutlich näher an der wahren Arbeitslosenquote ist. Die U-6 Berechnungen beziehen mehr Personen ein wie z.B. entmutigte Arbeitnehmer, Teilzeitangestellte, die gerne Vollzeit arbeiten würden etc. Schaut man auf die U-6 Berechnungen kommt man per Ende 2015 auf eine Quote von 9.9%.

Hinzu kommt, dass sich der Anteil der erwerbstätigen Bevölkerung in den letzten Jahren kontinuierlich verkleinert hat. Berechnet man die U-3 Arbeitslosenquoten mit dem Anteil der erwerbstätigen Be-

völkerung von 2008 würde die U-3 Quote per Ende 2015 auch einige %-Punkte höher liegen. Nichtsdestotrotz haben die Stimuli der Fed Wirkung gezeigt und es wurden über die letzten Jahre neue Arbeitsstellen geschaffen.

Die Haupttreiber des US-amerikanischen Aktienmarktes waren in 2015 vor allem Unternehmen, welche teuer bewertet waren. In diesem Marktumfeld konnte CEAMS Quality nicht mithalten. Das CEAMS Quality USA Composite, welches ausschliesslich in attraktiv bewertete Qualitätstitel investiert und folglich alle Non-Quality sowie teuer bewertete Quality-Unternehmen systematisch ausschliesst, erzielte eine absolute Performance von -3.1% und konnte nicht mit der Benchmark Performance von 1.4% mithalten (vgl. Tabelle 3).

Tabelle 3: Performance CEAMS Quality Composites per 31.12.2015¹¹

Quality Composite	2015	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	3Y p.a.	5Y p.a.	Annual Return	Since Inception	Alpha	Tracking Error	Information Ratio	Inception Date
USA (USD)	-3.1%	18.7%	12.6%	19.0%	5.9%	-32.2%	39.3%	19.6%	2.6%	8.5%	32.8%	7.2%	11.3%	9.0%	8.6%	192.2%	1.9%	5.7%	0.35	01.01.2004
S&P 500 Gross TR (USD)	1.4%	10.9%	4.9%	15.8%	5.5%	-37.0%	26.5%	15.1%	2.1%	16.0%	32.4%	13.7%	15.1%	12.6%	7.4%	135.4%	-	-	-	
Out-/Underperformance	-4.5%	7.8%	7.7%	3.2%	0.4%	4.8%	12.9%	4.6%	0.5%	-7.5%	0.4%	-6.5%	-3.8%	-3.6%	1.3%	56.8%	-	-	-	

Quellen: Bloomberg, PerTools, CEAMS

4.2 Performance-Attribution CEAMS Quality USA 2015 – Sektorale Sicht

Die CEAMS Quality USA Aktienauswahl wies 2015 eine Underperformance von -4.5% gegenüber der Benchmark aus. Die folgende Performance-Attribution, die Managementgebühren nicht berücksichtigt, verdeutlicht, woher diese Underperformance herrührt. Bei der Performance-Attribution werden zwei Grundeffekte abgeleitet – der Allokationseffekt und der Selektionseffekt. Bei dieser Betrachtung gilt es allerdings hinzuzufügen, dass die CEAMS Aktienauswahl ausschliesslich Bottom-Up erfolgt, die Sektorallokation also ein Ergebnis der Selektion ist. Der stark negative Selektionseffekt (vgl. Abbildung 41) war dann auch der Hauptgrund für die Underperformance im 2015.

Sektorale Betrachtung in den USA

Die CEAMS Aktienauswahl ergab eine deutliche Übergewichtung in den Sektoren IT, Gesundheitswesen und Industrie zu Lasten der Sektoren Finanzen, Energie, Telekommunikation, Versorger und Nicht-Basiskonsumgüter, welche untergewichtet waren (vgl. Abbildung 37).

Aus Allokationssicht (vgl. Abbildungen 36-38) resultierte eine Outperformance relativ zur Benchmark von 1.1%. Der positive Allokationseffekt resultierte hauptsächlich aus der Untergewichtung des Energie Sektors. Positiv waren auch die Untergewichtung von Finanz- und Versorgertiteln sowie die Übergewichtung von Technologietiteln.

Bei den Selektionseffekten ist vor allem der negative Selektionseffekt innerhalb der Nicht-Basiskonsumgüter-, Industrie- und Finanztitel zu nennen. Qualitätstitel, wie z.B. der Anbieter von Original-Ersatzteilen für Kraftfahrzeuge Genuine Parts, der Motorenhersteller Cummins sowie der Asset Manager Franklin Resources, trugen mehrheitlich zu diesem negativen Selektionseffekt bei. Die Unternehmen litten insbesondere unter dem sinkenden Ölpreis und der Aufwertung des US Dollars.

¹¹ Composite: inkl. Transaktionskosten; Dividenden reinvestiert; ohne Mgt.-Gebühren. Die Composite Definitionen sind auf Anfrage erhältlich

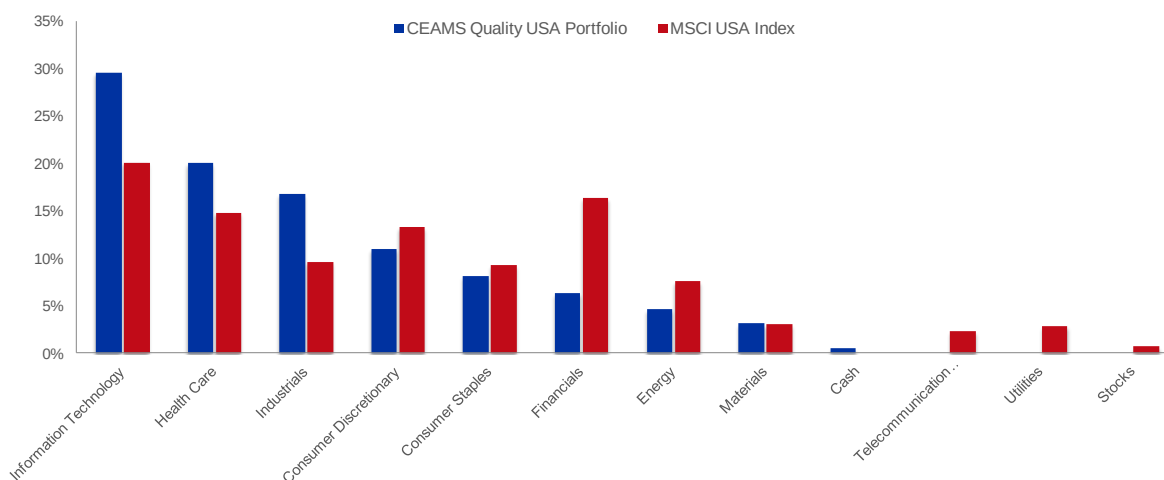
Positiv zeigte sich die Aktienselektion bei den Titeln aus dem Roh-, Hilfs- & Betriebsstoffesektor sowie aus dem Basiskonsumgütersektor, getragen vor allem von den Portfoliotiteln Hormel Foods und Intl. Flavors & Fragrances.

Abb. 36: Performance-Attributionseffekte CEAMS Quality USA Portfolios vs. MSCI USA Index (01.01.2015 - 31.12.2015)

Performance Attribution	Active Return*	Sector*		
CEAMS Quality USA Portfolio	(01/01/15 - 12/31/15)	Allocation	Selection	Currency
vs. MSCI USA Gross TR Index	-4.2%	1.1%	-5.3%	0.0%

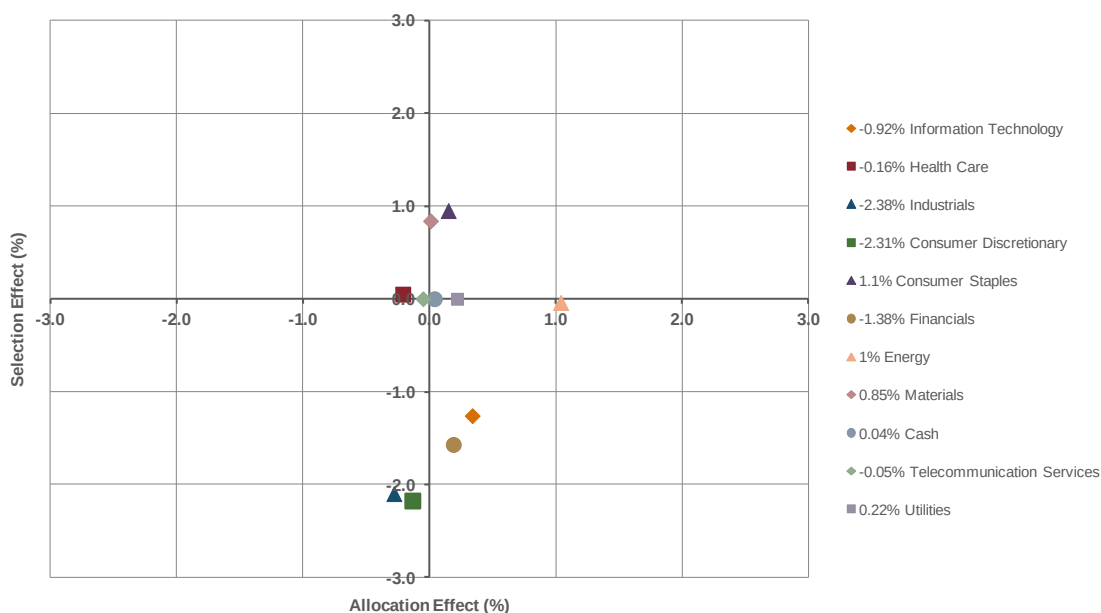
Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

Abb. 37: Signifikante Über-/Untergewichtungen in den Sektoren aufgrund von „Best-Overall“-Ansatz Quality USA Portfolio (01.01.2015 - 31.12.2015 - Durchschnittliche Sektorengewichtung vs. MSCI USA Index)



Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

Abb. 38: Performance-Attribution nach Sektoren des CEAMS Quality USA Portfolios vs. MSCI USA Index (01.01.2015 – 31.12.2015)



Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

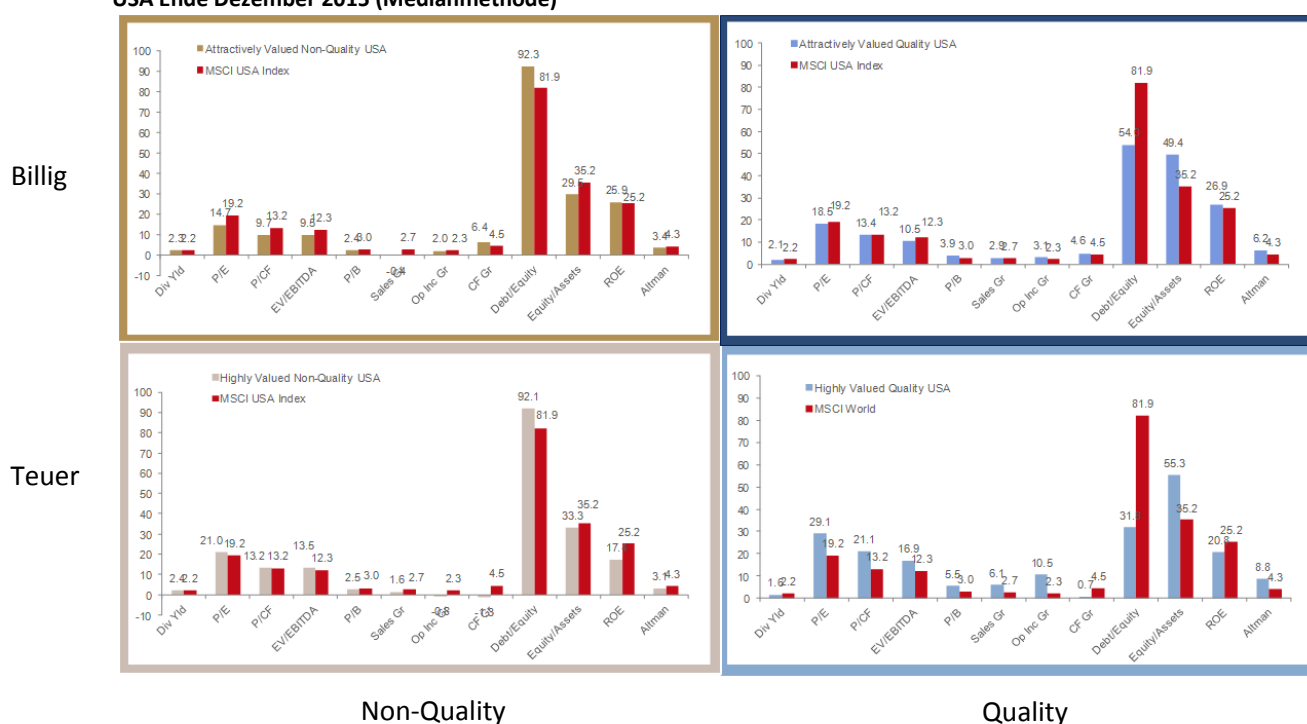
4.3 Die operative Performance der Unternehmen in den USA – Ende Dezember 2015

▪ Was befand sich im Portfolio – CEAMS Quality im Vergleich zu Non-Quality und teurer Quality

Die CEAMS unterteilt das Investmentuniversum in vier Segmente: teuer und attraktiv bewertete Quality sowie teuer und attraktiv bewertete Non-Quality. Wenn die Leistungskennziffern der jeweils zugeordneten Unternehmen summiert und verdichtet werden, so ergeben sich im Vergleich zum Markt mit Stichtag Ende 2015 vier typische Unternehmensprofile (mit der Medianmethode berechnet).

▪ Das typische „attraktiv bewertete Quality-Unternehmen“ in den USA im Vergleich

Abb. 39: Unterschiedlicher Fundamental-Charakter für die verschiedenen Qualitäts- und Bewertungssegmente in den USA Ende Dezember 2015 (Medianmethode)¹²



Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

Das typische attraktiv bewertete CEAMS Quality-Unternehmen aus den USA (oben rechts in der Grafik – vgl. Abbildung 39), das Segment also, auf welches sich die CEAMS fokussiert, zeichnet sich durch eine klar überdurchschnittlich hohe Profitabilität aus bei gleichzeitig sehr gesunder Finanzierung und überdurchschnittlich gutem Altman Z-Score (ein Indiz für die Konkursgefahr eines Unternehmens). Es erzeugte ein höheres Wachstum als der Markt und weist eine attraktive Bewertung auf, die gemessen am P/E- und EV/EBITDA-Ratio geringfügig günstiger und gemessen am P/CF-Ratio leicht teurer als das Marktniveau ist.

Teure Quality zeigt sogar zum Teil noch bessere betriebswirtschaftliche Quality-Merkmale und erzeugte ein beachtliches Wachstum beim Umsatz und operativen Gewinn, während das CF-

¹² Diese Ergebnisse stellen die Performance des ersten rein quantitativen Schrittes im CEAMS Investmentprozess dar und unterscheiden sich von der Auswahl und Performance der CEAMS Quality-Portfolios.

Wachstum dem Markt hinterher hinkte. Teure Quality ist jedoch auch in allen Faktoren mehr als 50% höher bewertet als der Markt.

Im Vergleich zeigen die Non-Quality-Firmen in den USA eine unterdurchschnittliche Profitabilität und schwächere Finanzierungsstrukturen sowie schwache Wachstumskennzahlen.

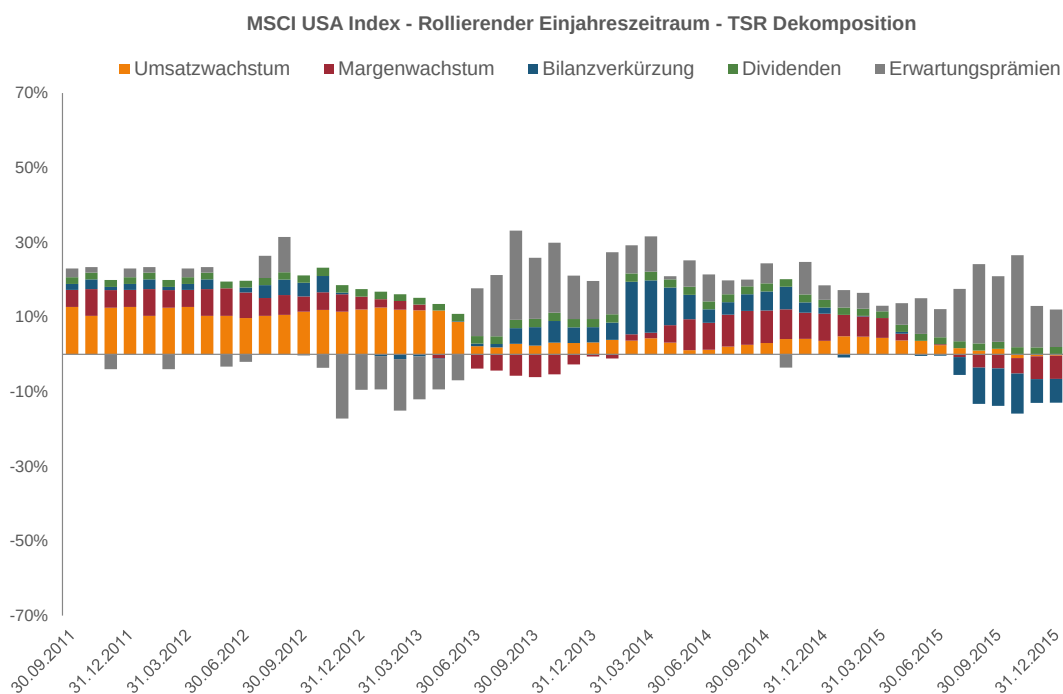
▪ Fundamental besser abgestützte Performance der CEAMS Quality-Portfolios im Vergleich zum Gesamtmarkt

Eine wichtige Frage beim Verständnis einer Aktienperformance ist deren Qualität, das heisst, ob ein in einer spezifischen Periode erreichter Total Shareholder Return (TSR) auch tatsächlich durch operative Ergebnisse unterstützt wurde oder nicht.

Die folgende Shareholder-Return-Dekomposition (TSR-Analyse) unterteilt die jeweilige Börsenperformance der letzten 12 Monate des CEAMS Quality-Portfolios sowie die des Marktes in operative (z. B. Umsatzwachstum, Margenwachstum, Dividenden und Schuldenzunahme bzw. -abbau relativ zum Unternehmenswert) und erwartungsgetriebene Komponenten (z. B. Erwartungsprämie).

Die Total-Shareholder-Return-Analyse in den USA demonstriert, dass die Aktienperformance im 2015 im Gegensatz zu den Vorjahren kaum durch operative Leistungen getragen war. So konnte über das Jahr nur ein positiver Dividendenbeitrag verzeichnet werden. Negativ wirkten sich rückläufige Umsatz- und Margenzahlen und höhere Verschuldung aus. Die Erwartungsprämie machte letztendlich den Unterschied aus und drückte die Indexperformance ins Plus.

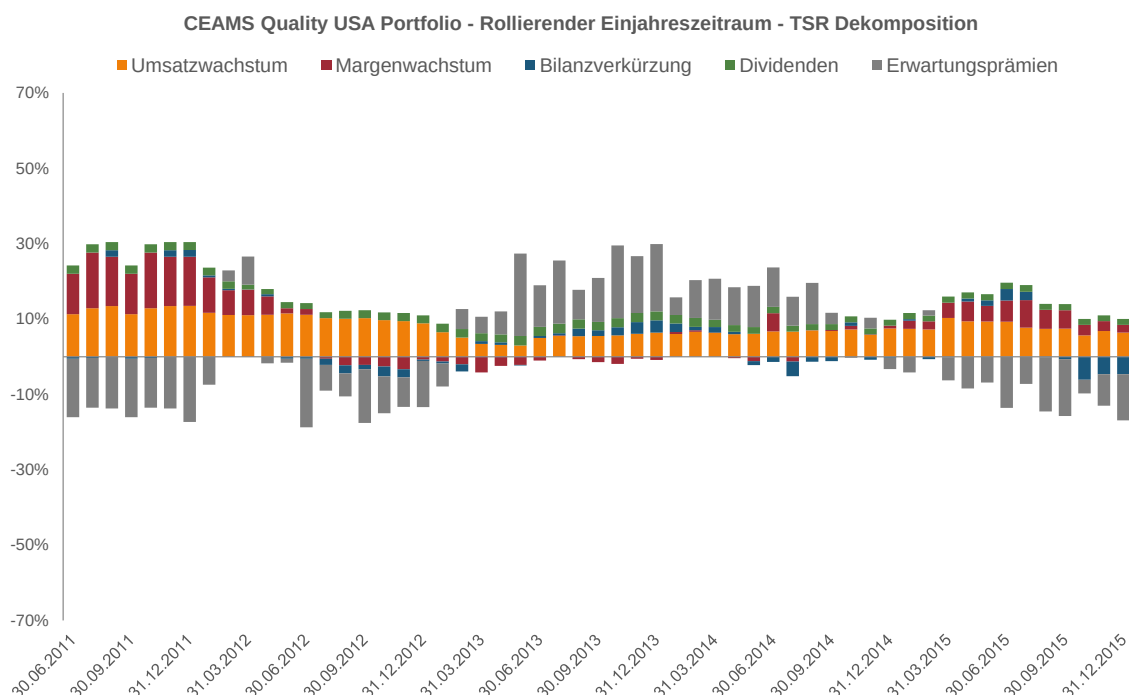
Abb. 40: TSR-Dekomposition des MSCI USA Index (01.01.2010 – 31.12.2015, rollierender Einjahreszeitraum)



Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

Im Vergleich zum Marktindex zeigte das CEAMS Quality-Portfolio in 2015 eine ganz andere Performancequalität. Während fundamentale Treiber im Index Mangelware waren, weist das Quality Portfolio ein konstant positives Umsatz- und Margenwachstum aus. Dies zeigt deutlich, dass Quality Unternehmen über stabile Geschäftsmodelle verfügen, die sich auch in schwierigeren Zeiten behaupten können. Darüber hinaus war die Erwartungsprämie des CEAMS Quality USA Portfolios negativ. Das bedeutet, dass die operativen Ergebnisse von den Investoren nicht adäquat gewürdigt worden sind.

Abb. 41: TSR-Dekomposition des CEAMS Quality USA (01.01.2010 – 31.12.2015, rollierender Einjahreszeitraum)



Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

4.4 CEAMS Quality USA Performancecharakter

4.4.1 Beschrieb Performancecharakter

Der von der CEAMS begründete Quality-Aktienanlagestil hat einen auf das Jahr 1998 zurückgehenden Performancecharakter, der zwischen 1998 und 2003 „auf Papier“ und seit 2004 real umgesetzt wird. Dieser Charakter ist im Fachbuch „Systematische Investments in Corporate Excellence“ (Verlag NZZ, 2006) detailliert beschrieben¹³. Im Jahr 2009 ist zudem eine von Dr. Wolfram Gerdes erstellte Studie erschienen, die den Performancecharakter des CEAMS Anlagestils anhand des USA Portfolios wissenschaftlich untersuchte¹⁴. Dabei ging es vor allem darum, die Eigenständigkeit des CEAMS Quality-Anlagestils im Kontext des Fama/French-3-Faktoren-Modells zu ergründen. Das Ergebnis bescheinigt, dass

¹³ Vgl. Ph. Weckherlin, M. P. Hepp, „Systematische Investments in Corporate Excellence“, 2006, Verlag Neue Zürcher Zeitung

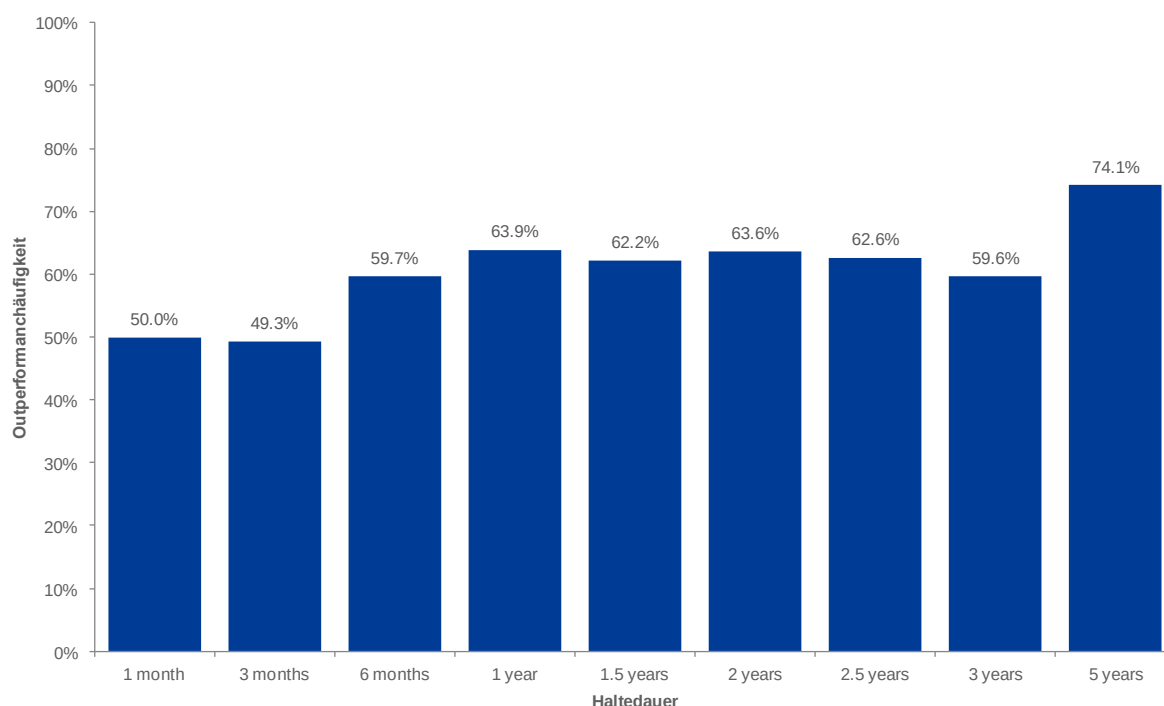
¹⁴ Vgl. „Quality as an independent Investment Style“, Dr. W. Gerdes (Ph. D. M.I.T.), 2009 – Studie ist auf Anfrage erhältlich

„CEAMS Quality“ in der langen Frist einen eigenständigen und wertgenerierenden Performancecharakter aufweist.

4.4.2 Mittelfristiger Zeithorizont notwendig

CEAMS Quality ist keine Timing-Strategie und hat zum Ziel, die entsprechende Benchmark mittel- und langfristig (3 Jahre und mehr) zu schlagen. Investoren, die in CEAMS Quality investieren, sollten deshalb einen mittel- bis langfristigen Anlagehorizont haben. Dieser Performancecharakter kommt in der Analyse der historischen Performance, welche die Outperformancehäufigkeit (gegenüber dem S&P 500 Gross TR Index) über verschiedene Haltedauern aufführt (vgl. Abbildung 42), deutlich zum Ausdruck.

Abb. 42: Historische Outperformancehäufigkeit CEAMS Quality USA Composite (01.01.2004 – 31.12.2015, gemäss rollierendem Zeitraum)



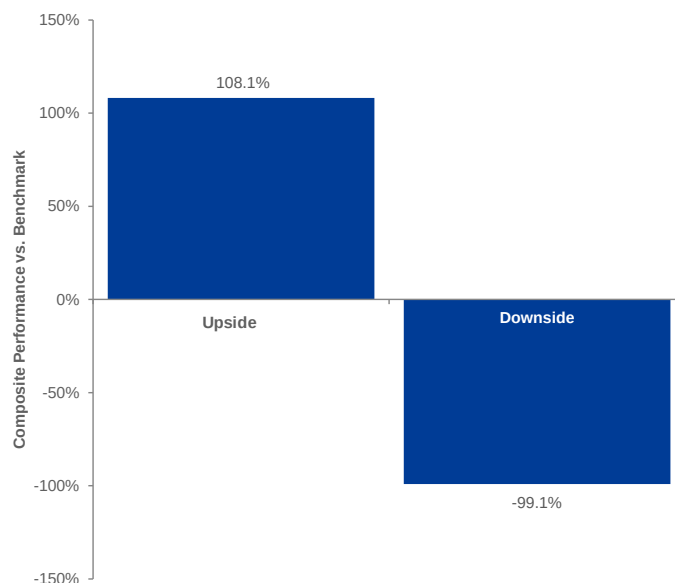
CEAMS Quality USA Composite: Währung USD. inkl. Transaktionskosten; Dividenden reinvestiert; ohne Mgmt.-Gebühren;
 Benchmark: S&P 500 Gross TR Index
 Quellen: Bloomberg, CEAMS

Im Zeitraum von 2004 bis Dezember 2015 haben die CEAMS Quality-Portfolios in den USA in 63% aller rollierenden Perioden eine Outperformance generiert, sofern ein Investor mindestens ein Jahr lang investiert blieb. Mit anderen Worten bedeutet dies, dass Investoren, die mindestens ein Jahr in die CEAMS Quality USA Portfolios investiert waren, in mindestens 64% aller Fälle eine Outperformance erzielten und zwar ganz egal wann die Investition in den letzten 11 Jahren getätigt wurde. Bei einer Haltedauer von 5 Jahren hat das CEAMS Quality USA Portfolio die Benchmark sogar in 74% aller rollierenden 5-Jahres-Perioden übertrumpft.

4.4.3 Downside Protektion in schwierigen Marktphasen, gutes Verhalten im Aufschwung

Sowohl in Auf- wie auch in Abschwungphasen bewies das CEAMS Quality USA Portfolio einen im Vergleich zur Benchmark (S&P 500 Gross TR Index) besseren Performancecharakter. In Abschwungphasen zeigte das Quality-Portfolio eine leichte Protektion, indem es im Schnitt weniger verlor als der Marktindex. Darüber hinaus konnte das Quality-Portfolio die Benchmark in Aufschwungphasen übertreffen (vgl. Abbildung 43 Capture Ratio anhand der monatlichen Performance des CEAMS Quality USA Composites).

Abb. 43: Capture Ratio CEAMS Quality USA Composite (01.01.2004 – 31.12.2015, durchschnittliches Capture Ratio)



CEAMS Quality USA Composite: Währung USD. inkl. Transaktionskosten; Dividenden reinvestiert; ohne Mgmt.-Gebühren;
 Benchmark: S&P 500 Gross TR Index
 Quellen: Bloomberg, CEAMS

4.4.4 Phasen der Under- und Outperformance im Quality-, Bewertungs- und Style-Kontext

Der CEAMS Quality-Anlagestil setzt auf Qualitätsunternehmen, die attraktiv bewertet sind und schliesst teuer bewertete Quality-Unternehmen sowie Unternehmen niedriger Qualität (Non-Quality) unabhängig von der Marktbewertung systematisch aus. Die CEAMS Quality-Portfolios sind in der Regel gleichgewichtet und historisch betrachtet in den stark regulierten, kapitalintensiven Sektoren wie „Financials“ oder „Utilities“ untergewichtet. Value und Growth sind andere systematische Anlagestile, mit denen Quality eine gewisse Überlappung aufweisen kann. In der Folge gehen wir auf das relative Performanceverhalten von CEAMS USA Quality ein.

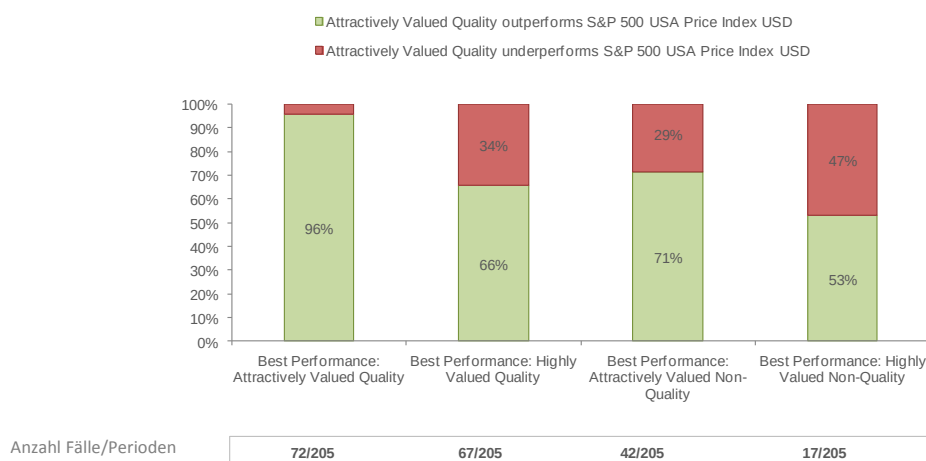
- **CEAMS Quality im Quality- & Bewertungskontext relativ zum Markt – grösstes Risiko, wenn teure Quality das beste Ergebnis lieferte**

In der Folge wird aufgezeigt, wie sich das attraktiv bewertete Qualitätssegment anhand des CEAMS CE Corporate Quality Indices® USA in den USA verhalten hat, wenn einer der systematisch ausgeschlossenen Segmente (also z. B. teure Quality oder teure Non-Quality) am besten performte und wie oft das attraktiv bewertete Qualitätssegment die Benchmark dennoch schlagen konnte.

Insgesamt wurden hierzu alle 205 rollierenden 12-Monats-Perioden von Januar 1998 bis Dezember 2015 analysiert. Generell hatten die CEAMS Quality-Portfolios am meisten Mühe, die jeweilige Benchmark zu schlagen, wenn das Segment teure Non-Quality („Highly Non-Valued Quality“) am besten performte. In diesem Szenario, das lediglich in 17 aller 205 12-Monats-Perioden vorkam, konnte das attraktiv bewertete Qualitätssegment in den USA die Benchmark trotzdem in 53% der Fälle schlagen (vgl. Abbildung 44).

Das Jahr 2015 war von teuer bewerteter Quality dominiert. Zu Beginn war zwar teuer bewertete Non-Quality-Segment gemäss rollierenden 12-Monats-Perioden noch am besten, was aber ein Resultat der starken non-Quality Performance von 2014 ist. Die Dominanz von teuer bewerteter Qualität und zum Teil teuer bewertete Non-Quality machte es dem CEAMS Quality Portfolio 2015 schwierig den Markt zu schlagen.

Abb. 44: Outperformancehäufigkeit CEAMS CE Corporate Quality Indices® USA, wenn ein anderes Quality-/ Bewertungssegment am besten performte (01.01.1998 – 31.12.2015, rollierende Einjahreszeiträume)



Die CEAMS CE Corporate Quality Index® Familie ist ein Führungsinstrument. Es segmentiert das Aktienuniversum nach Qualität und Bewertung. Aktien gleichgewichtet, in lokaler Währung gerechnet, ohne Dividenden, Transaktionskosten und Management Fee; Benchmark: S&P 500 Price Index

Quellen: Bloomberg, CEAMS

■ CEAMS Quality im Stil-Kontext – solider Outperformancecharakter, selbst wenn Quality nicht der beste Anlagestil war

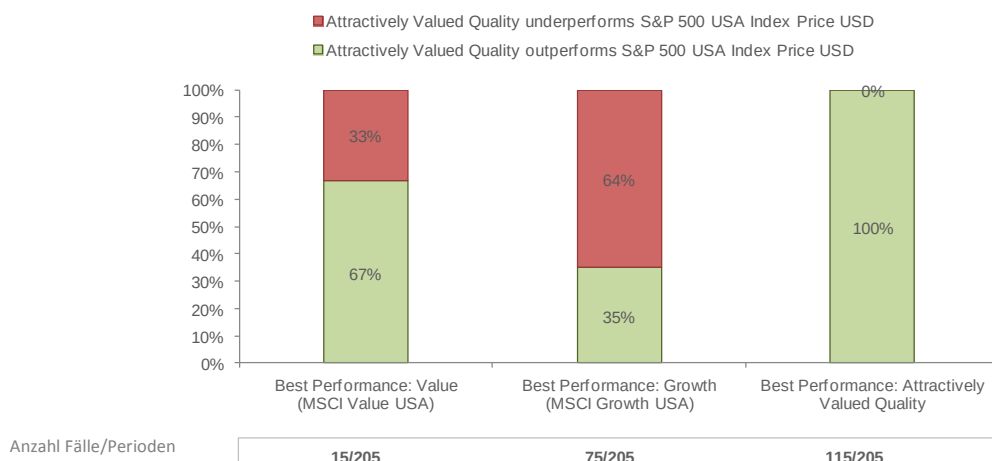
In diesem Abschnitt wird aufgezeigt, wie sich das attraktiv bewertete Qualitätssegment anhand des CEAMS CE Corporate Quality Indices® USA relativ zur Benchmark verhielt, wenn einer der Anlagestile Growth, Value oder Quality der beste unter den drei Anlagestilen war.

Das langfristige Bild zeigt, dass CEAMS Quality historisch betrachtet stets die Benchmark schlagen konnte, wenn Quality besser als Value und Growth performte. Aber selbst in den Perioden, in denen Quality nicht der am besten performende Stil war, war Quality dennoch oft in der Lage die Benchmark zu übertreffen. Zum Beispiel: Während der Value-Stil in 15 aller 205 rollierenden 12-Monats-Perioden am besten performte, konnte Quality dennoch in 67% dieser Fälle die Benchmark schlagen. Das schwierigste Umfeld für Quality in der Vergangenheit war, wenn Growth der am besten performende Investmentstil war. Diese Situation kam in 75 aller 205 rollierenden 12-

Monats-Perioden vor. In diesen Situationen konnte Quality jedoch in 35% der Fälle die Benchmark übertreffen (vgl. Abbildung 45).

Die Betrachtung der 12-Monats-Perioden, die im 2015 endeten, zeigte, dass der Anlagestil Growth in allen 12 Monaten am besten war. In den 12 „Growth Perioden“ 2015 konnte attraktiv bewertete Quality die Benchmark (S&P 500 USA Price Index) nicht outperformen.

Abb. 45: Outperformancehäufigkeit CEAMS CE Corporate Quality Indices® USA, wenn ein anderer Anlagestil besser war (01.01.1998 – 31.12.2015, rollierende Einjahreszeiträume)



Die CEAMS CE Corporate Quality Index® Familie ist ein Führungsinstrument. Es segmentiert das Aktienuniversum nach Qualität und Bewertung. Aktien gleichgewichtet, in lokaler Währung gerechnet, ohne Dividenden, Transaktionskosten und Management Fee; Benchmark: S&P 500 Price Index
Quellen: Bloomberg, CEAMS

Gemessen an der Börsenperformance seit 1998 können 3 verschiedene Marktzyklen unterschieden werden. Von 1998 bis 2003 war es der Aufbau und das Platzen der Internetblase, von 2004 bis Ende Mai 2007 war es eine Phase des Aufschwungs, und von Juni 2007 bis heute war es die Finanzkrise sowie die Erholungsphase seit dem deren Tiefpunkt. In der Abbildung 46 ist die Performance von Value, Growth und Quality in den drei verschiedenen Zyklen aufgeführt sowie für das Jahr 2015. Es ist ersichtlich, dass Value in den Jahren 2004 bis Ende Mai 2007 eine bessere Performance als Growth erzielte. Seit dem Beginn der Finanzkrise hat sich dieses Verhältnis aber gedreht und Growth hat besser abgeschnitten. Die Growth-Dominanz zeigte sich ebenfalls im 2015.

Quality erzielte in den ersten beiden Zyklen die beste Performance verglichen mit Value und Growth. Seit Ausbruch der Finanzkrise und insbesondere in den Jahren 2012, 2014 und 2015 war Quality dem Growth-Anlagestil unterlegen, performte jedoch besser als der Value-Anlagestil.

Abb. 46: Performancevergleich von Value, Growth und Quality in Zyklen

	USA		
	Value	Growth	Quality
01.01.2015. - 31.12.2015.	-4.78%	3.27%	-8.64%
01.06.2007. - 31.12.2015	5.92%	70%	39.16%
01.01.2004. - 31.05.2007.	47.36%	29.56%	77.62%
01.01.1998. - 31.12.2003.	6.41%	13.29%	264.35%

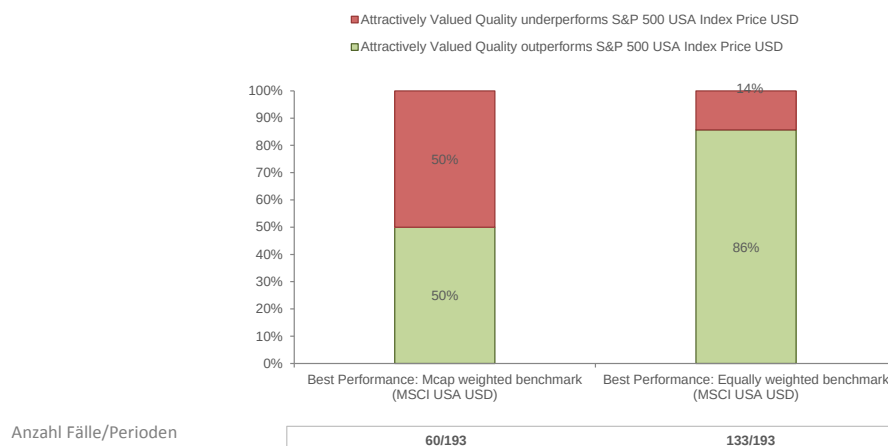
Index Definitionen: USA Value: MSCI USA Value Price Index (USD), USA Growth: MSCI USA Growth Price Index (USD), USA Quality: CEAMS CE Corporate Quality Index® USA (USD, ohne Dividenden, Transaktionskosten und Management Fee)

Quellen: Bloomberg, CEAMS

■ **Der Gleichgewichtungseffekt – grösstes Risiko, wenn kapitalgewichtete Indizes besser als gleichgewichtete Indizes abschnitten**

Die CEAMS Portfolios sind in der Regel gleichgewichtet, sofern es die Liquidität zulässt. Mit der folgenden Analyse wird anhand der historischen Performance analysiert, wie häufig CEAMS Quality die Benchmark übertreffen konnte, wenn der kapitalgewichtete bzw. der gleichgewichtete Index in den USA das beste Ergebnis erzielte.

Bei dieser Analyse kommt zum Ausdruck, dass CEAMS Quality die Benchmark häufiger übertreffen konnte, wenn der gleichgewichtete Index besser war als der kapitalgewichtete (vgl. Abbildung 47). Aber selbst in Perioden, in denen der kapitalgewichtete Index besser performt hatte, konnte CEAMS Quality die Benchmark in 50% der Fälle schlagen.

Abb. 47: Outperformancehäufigkeit CEAMS CE Corporate Quality Indices® USA, wenn ein kapitalgewichteter oder gleichgewichteter Index die bessere Performance erzielte (01.01.1999 – 31.12.2015, rollierende Einjahreszeiträume)

Die CEAMS CE Corporate Quality Index® Familie ist ein Führungsinstrument. Es segmentiert das Aktienuniversum nach Qualität und Bewertung. Aktien gleichgewichtet, in lokaler Währung gerechnet, ohne Dividenden, Transaktionskosten und Management Fee; Benchmark: S&P 500 Price Index

Quellen: Bloomberg, CEAMS



5. CEAMS Quality Japan Performancerückblick 2015

5.1 Nachlassende Dynamik in Japan im 2015

Der Nikkei 225 Index notierte Ende Dezember 2015 mit 11% (in JPY) höher als am Jahresanfang, auch wenn die anfangs positiven Wachstumsaussichten für Japan im Laufe des Jahres sukzessiv zurückgenommen werden mussten. Die gute Performance ist vor allem einer nachhaltigen Verbesserung auf breiter Basis der japanischen Wirtschaft geschuldet: die drei Pfeile der “Aeconomics” – expansive Geldpolitik, Wachstumspolitik der Regierung und Strukturreformen – zeigen weiterhin Wirkungen und führen insgesamt zu einem langfristig positiven Gesamtausblick für die japanische Wirtschaft. Entsprechend stark konnten japanische Aktien nach dem überdurchschnittlich starken Einbruch im 3. Quartal 2015 wieder aufholen. Negativ auf die Stimmung der Investoren hat sich im vergangenen Jahr einzig die Wachstumsverlangsamung in Asien, insbesondere in China, ausgewirkt. Dies bleibt kurz- und mittelfristig eine der grössten Herausforderungen für die japanischen Exporte bzw. Wirtschaft.

Das CEAMS Quality Japan Composite, welches ausschliesslich in attraktiv bewertete Qualitätstitel investiert und folglich alle Non-Quality sowie teuer bewertete Quality-Unternehmen systematisch ausschliesst, erzielte nach einer starken Outperformance im Jahr 2014 im letzten Jahr eine Performance von 2.1% und lag damit 8.9% hinter der Benchmark (Nikkei 225 TR, vgl. Tabelle 4).

Tabelle 4: Performance CEAMS Quality Composite per 31.12.2015¹⁵

Quality Composite	2015	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	3Y p.a.	5Y p.a.	Annual Return	Since Inception	Alpha	Tracking Error	Information Ratio	Inception Date
Japan (JPY)	2.1%	-	-	23.5%	-5.6%	-48.3%	37.3%	-3.1%	-12.8%	18.4%	51.9%	18.2%	22.4%	13.6%	4.3%	51.7%	1.1%	8.1%	0.05	25.01.2006
Nikkei 225 (JPY)	11.0%	-	-	11.3%	-10.0%	-41.1%	21.1%	-1.3%	-15.6%	25.6%	59.3%	9.0%	24.4%	15.4%	3.7%	44.2%	-	-	-	-
Out-/Underperformance	-8.9%	-	-	12.2%	4.4%	-7.3%	16.2%	-1.7%	2.8%	-7.3%	-7.4%	9.3%	-2.0%	-1.8%	0.5%	7.5%	-	-	-	-

Quellen: Bloomberg, PerTools, CEAMS

5.2 Performance-Attribution CEAMS Quality Japan 2015 – Sektorale Sicht

Die CEAMS Quality Japan Aktienauswahl erzielte über das ganze Jahr 2015 eine Underperformance von 8.9% gegenüber der Benchmark. Die folgende sektorale Performance-Attribution verdeutlicht, woher diese Underperformance herrührte. Aus sektoraler Sicht lassen sich bei der Performance-Attribution zwei Grundeffekte ableiten – der Allokationseffekt und der Selektionseffekt. Bei dieser Betrachtung gilt es allerdings hinzuzufügen, dass die CEAMS Aktienauswahl ausschliesslich Bottom-Up erfolgt, die Sektorallokation also ein Ergebnis des Investmentprozesses ist.

■ Sektorale Betrachtung in Japan – negative Selektionseffekte dominieren

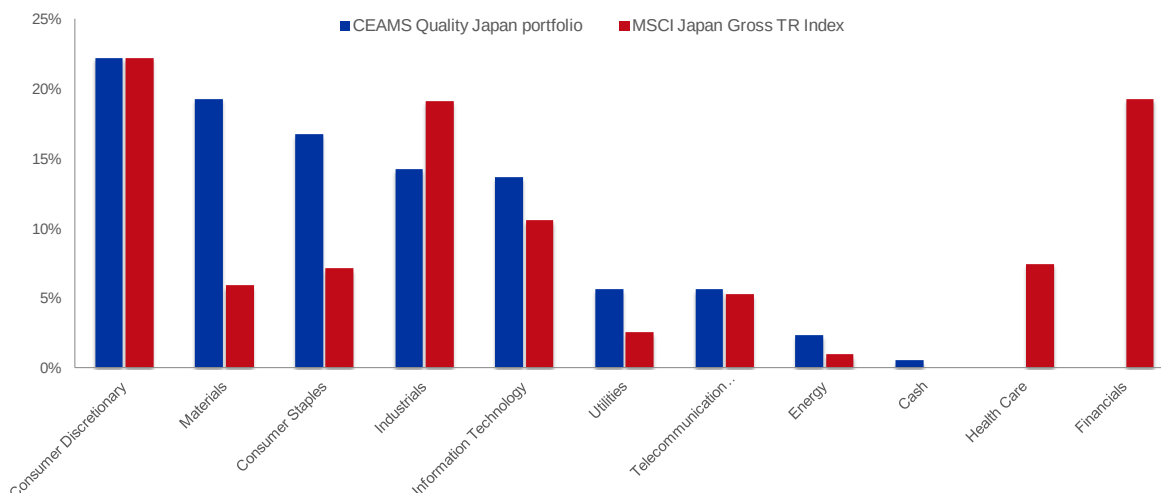
Die CEAMS Aktienauswahl ergab eine deutliche Übergewichtung der Sektoren Materials, Consumer Staples, Versorger sowie Information Technology zu Lasten der Sektoren Finanz, Health Care und Industrials, welche signifikant untergewichtet waren (vgl. Abbildung 48).

¹⁵ Composite: inkl. Transaktionskosten; Dividenden reinvestiert; ohne Mgt.-Gebühren. Die Composite Definitionen sind auf Anfrage erhältlich



Die Selektion (vgl. Abbildungen 48 und 49) machte in 2015 ca. 90% der Underperformance aus, die Allokation 10% (vor allem Übergewichtung in Materials und Untergewichtung in Health Care).

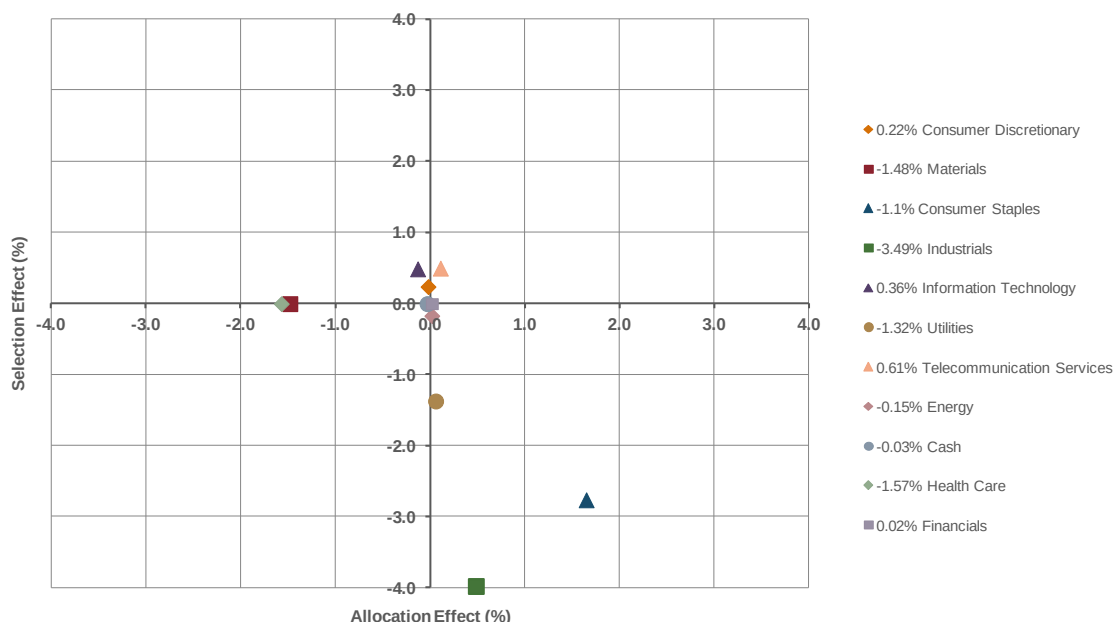
Abb. 48: Signifikante Über-/Untergewichtungen in den Sektoren aufgrund von „Best-Overall“-Ansatz Quality Japan Portfolio (01.01.2015-31.12.2015 - Durchschnittliche Sektorengewichtung vs. MSCI Japan Index)



Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

Die negativen Selektionseffekte entstammen vor allem der Selektion in den Bereichen Industrials (insb. Minebea und Komatsu), Consumer Staples (insb. NH Foods und Asahi Group) und Versorger (Tokyo Gas – vgl. Abbildung 49).

Abb. 49: Performance-Attribution nach Sektoren des CEAMS Quality Japan Portfolios vs. MSCI Japan Index (01.01.2015 – 31.12.2015)



Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS



5.3 Die operative Performance der Unternehmen in Japan – Ende Dezember 2015

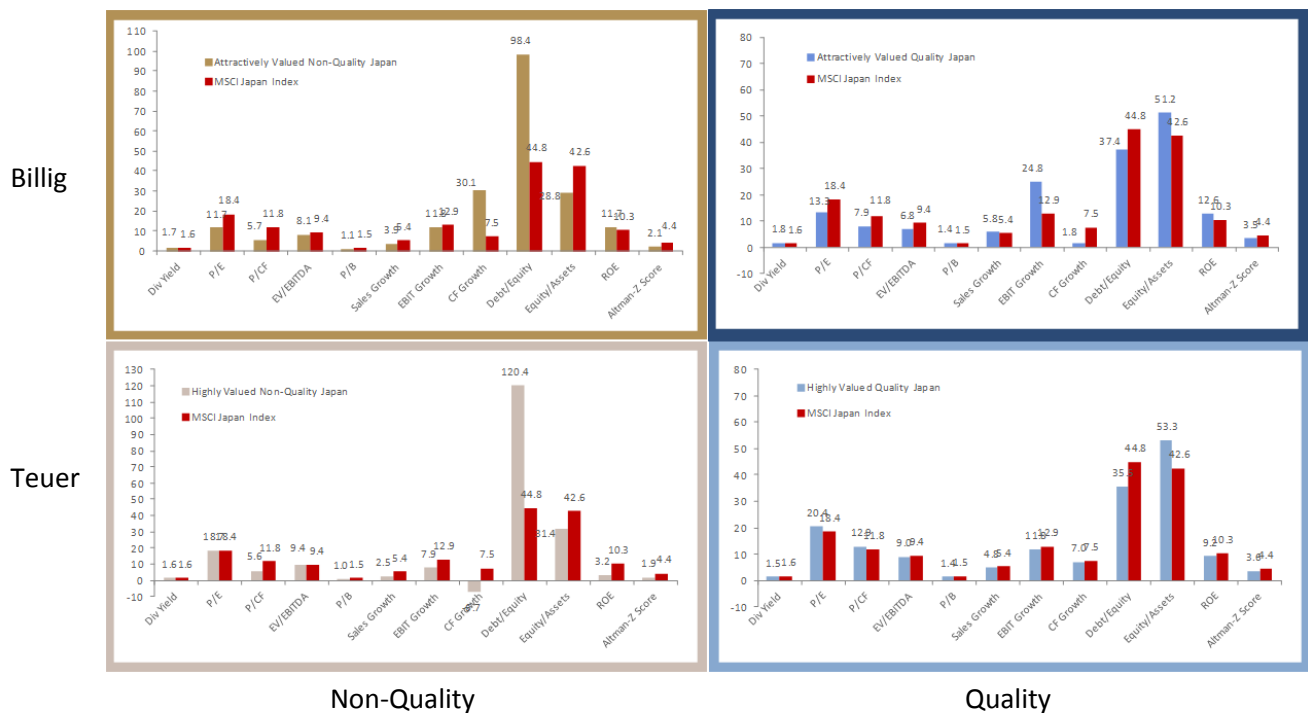
Was befand sich im Portfolio – CEAMS Quality im Vergleich zu Non-Quality und teurer Quality

Die CEAMS unterteilt das Investmentuniversum in vier Segmente: teuer und attraktiv bewertete Quality sowie teuer und attraktiv bewertete Non-Quality. Wenn die Leistungskennziffern der jeweils zugeordneten Unternehmen summiert und verdichtet werden, so ergeben sich im Vergleich zum Markt mit Stichtag Ende Dezember 2015 vier typische Unternehmensprofile (mit der Medianmethode berechnet).

Das typische, „attraktiv bewertete Quality-Unternehmen“ in den USA im Vergleich

Das typische, attraktiv bewertete CEAMS Quality-Unternehmen aus Japan (oben rechts in Abbildung 50), das Segment also, auf welches sich die CEAMS fokussiert, zeichnet sich durch eine gute Profitabilität bei gleichzeitig sehr gesunder Finanzierung und überdurchschnittlich gutem Altman Z-Score (ein Indiz der Konkursgefahr eines Unternehmens) aus. Es erzeugte ein tendenziell höheres Wachstum als der Markt (Ausnahme CF- Growth) und weist eine klar attraktivere Bewertung als der Markt auf.

Abb. 50: Unterschiedlicher Fundamental-Charakter für die verschiedenen Qualitäts- und Bewertungssegmente in Japan Ende Dezember 2015 (Medianmethode)¹⁶



Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

Im Vergleich dazu haben die Non-Quality Firmen in Japan eine schlechtere Profitabilität, unvorteilhaftere Finanzierungsstrukturen (sehr hohe Verschuldung) und tendenziell schlechtere Wachstumsraten (Ausnahme Cash Flow Growth, aber ausgehend von einem tieferen Basisniveau) bei

¹⁶ Diese Ergebnisse stellen die Performance des ersten rein quantitativen Schrittes im CEAMS Investmentprozess dar und unterscheiden sich von der Auswahl und Performance der CEAMS Quality-Portfolios.



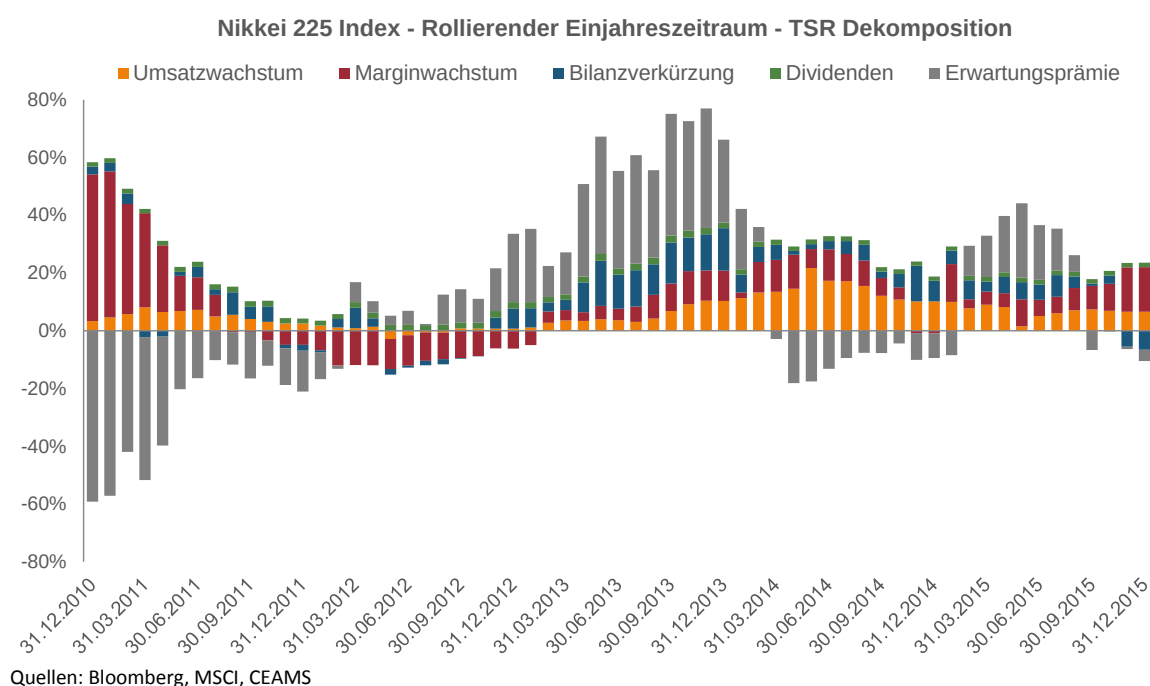
unterschiedlichen Bewertungsprofilen. Teure Quality zeigte ebenfalls gute betriebswirtschaftliche Quality Merkmale, ein auf Benchmarkniveau liegendes Wachstum, jedoch eine höhere Bewertung.

▪ **Fundamental besser abgestützte Performance der CEAMS Quality-Portfolios im Vergleich zum Gesamtmarkt**

Eine wichtige Frage beim Verständnis einer Aktienperformance ist deren Qualität. Das heisst, ob ein in einer spezifischen Periode erreichter Total Shareholder Return (TSR) auch tatsächlich durch operative Ergebnisse unterstützt wird oder nicht. Eine Unterteilung der Performance nach Beiträgen zum TSR sollte alle Formen von Dividenden, das Umsatz- und Margenwachstum sowie die proportionale Schuldenreduktion berücksichtigen. Ist ein TSR in einer Periode höher als die erwirtschafteten operativen Ergebnisse, dann entspricht die Differenz der Erwartungsprämie. Dies ist sodann der nicht durch operative Ergebnisse gestützte TSR-Bestandteil.

Die TSR-Analyse in Japan zeigt, dass sich die Firmen in den letzten drei Jahren operativ deutlich verbessern konnten. Das Umsatzwachstum konnte deutlich gesteigert und auch das Margenwachstum entwickelte sich ausserordentlich positiv. Gut zu erkennen ist auch, dass im vergangenen Jahr zunächst wieder eine deutliche Erwartungsprämie als Folge der verstärkt expansiven Geldpolitik aufgebaut wurde, die dann jedoch im Zuge der deutlichen Kurskorrekturen im dritten Quartal wieder abgebaut wurde. Interessant zu sehen ist auch, die Entwicklung des Deleveraging-Faktors: Wirkten sich Bilanzverkürzungen (Deleveraging) bis hinein ins vierte Quartal positiv auf das TSR-Wachstum aus, kehrte sich die Entwicklung gegen Jahresende um und kostete Performance.

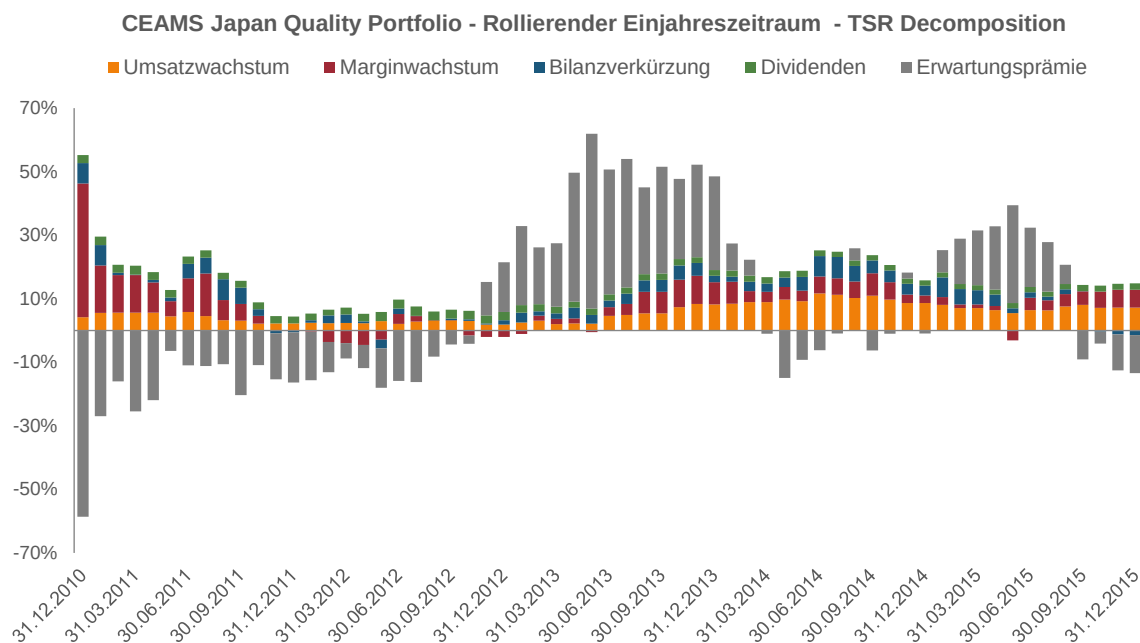
Abb. 51: TSR Dekomposition des Nikkei 225 Index (01.01.2010 – 31.12.2015, rollierender Einjahreszeitraum)





Das CEAMS Quality Japan Portfolio konnte nicht im gleichen Masse vom steigenden Margenwachstum profitieren (das Margenniveau bei Quality Firmen liegt jedoch deutlich über dem Marktniveau). Die Performance wurde zum grössten Teil durch Umsatzwachstum angetrieben. Die Erwartungsprämie trug ab September 2015 negativ zum TSR bei.

Abb. 52: TSR Dekomposition des CEAMS Quality Japan Portfolios (01.01.2010 – 31.12.2015, rollierender Einjahreszeitraum)



Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

5.4 CEAMS Quality Japan Performancecharakter

5.4.1 Beschrieb Performancecharakter

Der von der CEAMS begründete Quality-Aktienanlagestil hat einen auf das Jahr 1998 zurückgehenden Performancecharakter, der zwischen 1998 und 2003 „auf Papier“ und seit 2004 real umgesetzt wird. Dieser Charakter ist im Fachbuch „Systematische Investments in Corporate Excellence“ (Verlag NZZ, 2006) detailliert beschrieben¹⁷. Im Jahr 2009 ist zudem eine von Dr. Wolfram Gerdes erstellte Studie erschienen, die den Performancecharakter des CEAMS Anlagestils anhand des USA Portfolios wissenschaftlich untersuchte¹⁸. Dabei ging es vor allem darum, die Eigenständigkeit des CEAMS Quality-Anlagestils im Kontext des Fama/French-3-Faktoren-Modells zu ergründen. Das Ergebnis bescheinigt, dass „CEAMS Quality“ in der langen Frist einen eigenständigen und wertgenerierenden Performancecharakter aufweist.

¹⁷ Vgl. Ph. Weckherlin, M. P. Hepp, „Systematische Investments in Corporate Excellence“, 2006, Verlag Neue Zürcher Zeitung

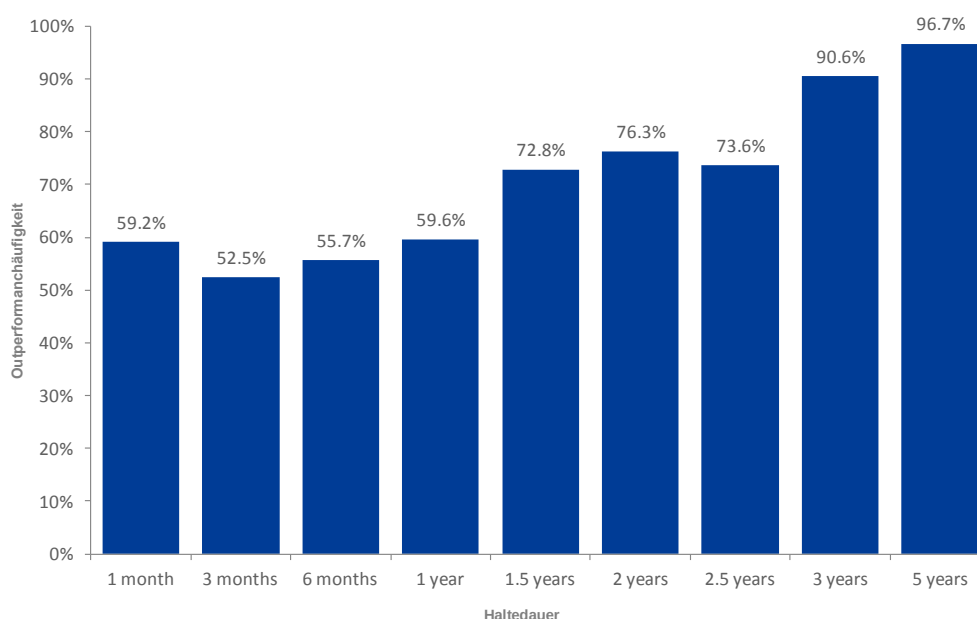
¹⁸ Vgl. „Quality as an independent Investment Style“, Dr. W. Gerdes (Ph. D. M.I.T.), 2009 – Studie ist auf Anfrage erhältlich



5.4.2 Mittelfristiger Zeithorizont notwendig

CEAMS Quality ist keine Timing-Strategie und hat zum Ziel, die entsprechende Benchmark mittel- und langfristig (3 Jahre und mehr) zu schlagen. Investoren, die in CEAMS Quality investieren, sollten, deshalb einen mittel- bis langfristigen Anlagehorizont haben. Dieser Performancecharakter kommt in der Analyse der historischen Performance, welche die Outperformancehäufigkeit (gegenüber dem Nikkei 225 Index) über verschiedene Haltedauern aufführt (vgl. Abbildung 53), deutlich zum Ausdruck.

Abb. 53: Historische Outperformancehäufigkeit CEAMS Quality Japan Composite (01.01.2006 – 31.12.2015, gemäss rollierendem Zeitraum)



CEAMS Quality Japan Composite: Währung JPY. inkl. Transaktionskosten; Dividenden reinvestiert; ohne Mgmt.-Gebühren;
 Benchmark: Nikkei 225 Net Price Index
 Quellen: Bloomberg, CEAMS

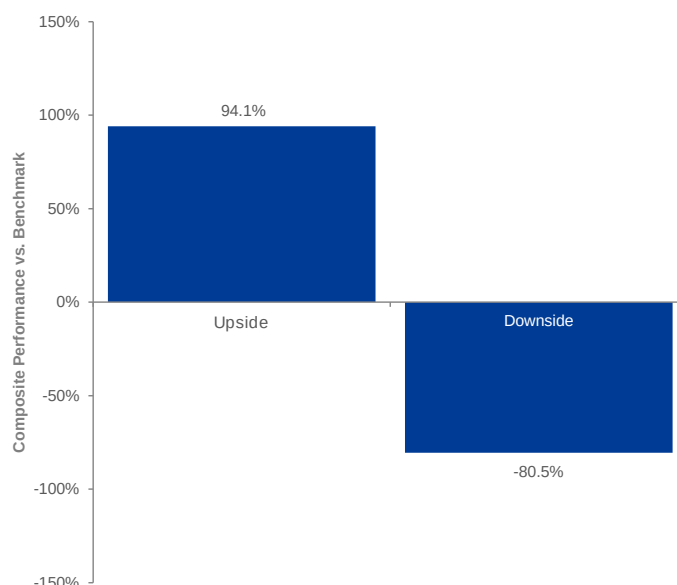
Im Zeitraum von 2006 bis Dezember 2015 haben die CEAMS Quality-Portfolios in Japan in mindestens 76.3% aller rollierenden Perioden eine Outperformance generiert, sofern ein Investor mindestens zwei Jahre lang investiert blieb. Bei einer Haltedauer von 3 Jahren hat das CEAMS Quality Japan Portfolio die Benchmark sogar in 90.6% aller rollierenden 3-Jahres-Perioden übertrumpft.

5.4.3 Downside-Protektion in schwierigen Marktphasen, gutes Verhalten im Abschwung

Insbesondere in Abschwungphasen wies das CEAMS Quality Japan Portfolio einen im Vergleich zur Benchmark (Nikkei 225 Index) besseren Performancecharakter auf. In Abschwungphasen zeigte das Quality-Portfolio eine Protektion, indem es im Schnitt deutlich weniger verlor als der Marktindex. Allerdings konnte das Quality-Portfolio die Benchmark in Aufschwungphasen nicht übertreffen (vgl. Abbildung 54 Capture Ratio anhand der monatlichen Performance des CEAMS Quality Japan Composites).



Abb. 54: Capture Ratio CEAMS Quality Japan Composite (01.01.2006 – 31.12.2015, durchschnittliches Capture Ratio)



CEAMS Quality Japan Composite: Währung JPY. inkl. Transaktionskosten; Dividenden reinvestiert; ohne Mgmt.-Gebühren;
 Benchmark: Nikkei 225 Net Price Index
 Quellen: Bloomberg, CEAMS

5.4.4 Phasen der Under- und Outperformance im Quality-, Bewertungs- und Style-Kontext

Der CEAMS Quality-Anlagestil setzt auf Qualitätsunternehmen, die attraktiv bewertet sind und schliesst teuer bewertete Quality-Unternehmen sowie Unternehmen niedriger Qualität (Non-Quality) unabhängig von der Marktbewertung systematisch aus. Die CEAMS Quality-Portfolios sind in der Regel gleichgewichtet und historisch betrachtet in den stark regulierten, kapitalintensiven Sektoren wie „Financials“ oder „Utilities“ untergewichtet. Value und Growth sind andere systematische Anlagestile, mit denen Quality eine gewisse Überlappung aufweisen kann. In der Folge gehen wir auf das relative Performanceverhalten von CEAMS Quality ein.

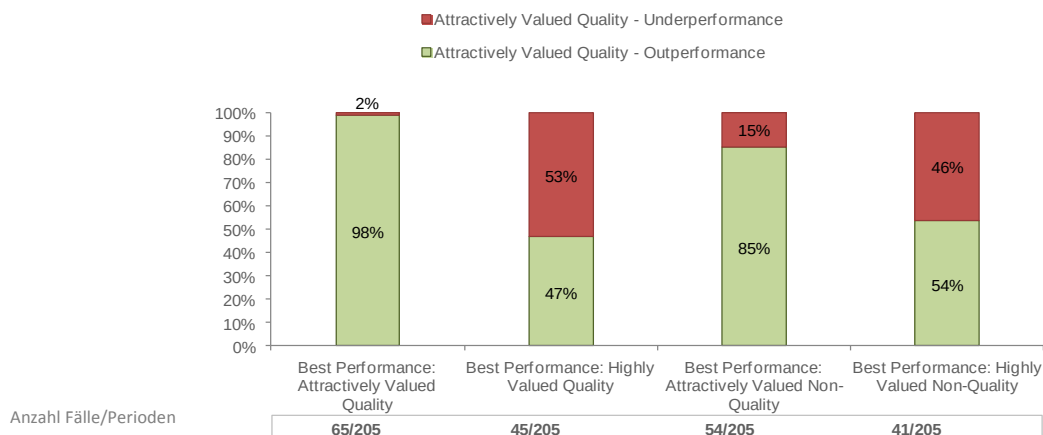
- **CEAMS Quality im Quality- und Bewertungskontext relativ zum Markt – grösstes Risiko, wenn teure Quality das beste Ergebnis lieferte**

In der Folge wird aufgezeigt, wie sich das attraktiv bewertete Qualitätssegment anhand des CEAMS CE Corporate Quality Indices® Japan in Japan verhalten hat, wenn eines der systematisch ausgeschlossenen Segmente (also z.B. teure Quality oder teure Non-Quality) am besten performte, und wie oft das attraktiv bewertete Qualitätssegment die Benchmark dennoch schlagen konnte.

Insgesamt wurden hierzu alle 205 rollierenden 12-Monats-Perioden von Januar 1998 bis Dezember 2015 analysiert. Generell hatten die CEAMS Quality-Portfolios am meisten Mühe, die jeweilige Benchmark zu schlagen, wenn ein teuer bewertetes Segment (Quality oder Non-Quality) am besten performte. In diesem Szenario, das insgesamt 86 Mal vorkam (45 Mal teuer bewertete Quality, 41 Mal teuer bewertete Non-Quality), konnte das attraktiv bewertete Qualitätssegment in Japan die Benchmark trotzdem in 50% der Fälle schlagen (vgl. Abbildung 55).



Abb. 55: Outperformancehäufigkeit CEAMS CE Corporate Quality Indices® Japan, wenn ein anderes Quality-/ Bewertungssegment am besten performte (01.01.1998 – 31.12.2015, rollierende Einjahreszeiträume)



Die CEAMS CE Corporate Quality Index® Familie ist ein Führungsinstrument. Es segmentiert das Aktienuniversum nach Qualität und Bewertung. Aktien gleichgewichtet, in lokaler Währung gerechnet, ohne Dividenden, Transaktionskosten und Management Fee;
 Benchmark: Nikkei 225 Index
 Quellen: Bloomberg, CEAMS

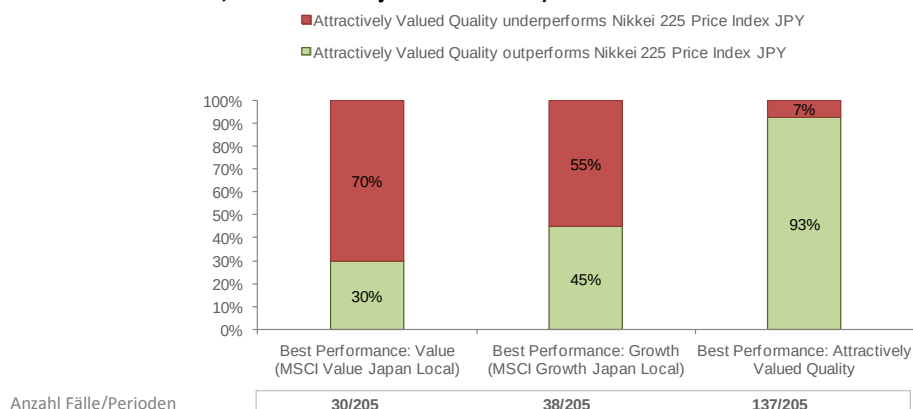
▪ CEAMS Quality im Stil Kontext – Quality ist historisch bester Anlagestil in Japan

In diesem Abschnitt wird aufgezeigt, wie sich das attraktiv bewertete Qualitätssegment anhand des CEAMS CE Corporate Quality Indices® Japan relativ zur Benchmark verhielt, wenn einer der Anlagestile Growth, Value oder Quality der beste unter den drei Anlagestilen war.

Das langfristige Bild zeigt, dass CEAMS Quality historisch fast immer die Benchmark schlagen konnte, wenn Quality besser als Value und Growth performte. Dass dies nicht in 100% aller Fälle so war, lag hauptsächlich daran, dass die Quality-Portfolios in der Regel gleichgewichtet sind, während die Benchmark preisgewichtet ist. Aber auch selbst in den Perioden, in denen Quality nicht der am besten performende Stil war, konnte Quality dennoch die Benchmark übertreffen. Zum Beispiel: Während der Growth-Stil in 38 aller 205 rollierenden 12-Monats-Perioden am besten performte, konnte Quality dennoch in 45% dieser Fälle die Benchmark schlagen. Das schwierigste Umfeld für Quality war in der Vergangenheit, wenn Value der am besten performende Investmentstil war. Diese Situation kam in 30 aller 205 rollierenden 12-Monats-Perioden vor. In diesen Situationen konnte Quality jedoch in 30% der Fälle die Benchmark trotzdem übertreffen (vgl. Abbildung 56).



Abb. 57: Outperformancehäufigkeit CEAMS CE Corporate Quality Indices® Japan, wenn ein anderer Anlagestil besser war (01.01.1998 – 31.12.2015, rollierende Einjahreszeiträume)



Die CEAMS CE Corporate Quality Index® Familie ist ein Führungsinstrument. Es segmentiert das Aktienuniversum nach Qualität und Bewertung. Aktien gleichgewichtet, in lokaler Währung gerechnet, ohne Dividenden, Transaktionskosten und Management Fee;
Benchmark: Nikkei 225 Index
Quellen: Bloomberg, CEAMS

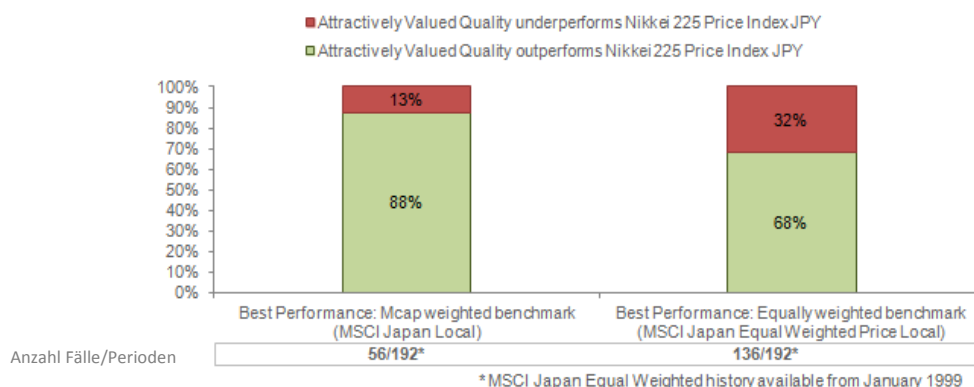
■ Der Gleichgewichtungseffekt – grösstes Risiko, wenn gleichgewichtete Indizes besser als kapitalgewichtete Indizes abschnitten

Die CEAMS Portfolios sind in der Regel gleichgewichtet, sofern es die Liquidität zulässt. Mit der folgenden Analyse wird anhand der historischen Performance analysiert, wie häufig CEAMS Quality die Benchmark übertreffen konnte, wenn der kapitalgewichtete bzw. der gleichgewichtete Index in Japan das beste Ergebnis erzielte.

Bei dieser Analyse kommt zum Ausdruck, dass CEAMS Quality die Benchmark häufiger übertreffen konnte, wenn der kapitalgewichtete Index besser war als der gleichgewichtete (vgl. Abbildung 57). Aber selbst in Perioden, in denen der gleichgewichtete Index besser performt hatte, konnte CEAMS Quality die Benchmark in 68% der Fälle schlagen.



Abb. 67: Outperformancehäufigkeit CEAMS CE Corporate Quality Indices® Japan, wenn ein kapitalgewichteter oder gleichgewichteter Index die bessere Performance erzielte (01.01.1999 – 31.12.2015, rollierende Einjahreszeiträume)



Die CEAMS CE Corporate Quality Index® Familie ist ein Führungsinstrument. Es segmentiert das Aktienuniversum nach Qualität und Bewertung. Aktien gleichgewichtet, in lokaler Währung gerechnet, ohne Dividenden, Transaktionskosten und Management Fee;
 Benchmark: Nikkei 225 Index
 Quellen: Bloomberg, CEAMS

Gemessen an der Börsenperformance seit 1998 können 3 verschiedene Marktzyklen unterschieden werden, wobei der letzte Zyklus noch nicht abgeschlossen ist. Von 1998 bis 2003 war es der Aufbau und das Platzen der Internetblase, von 2004 bis Ende Mai 2007 war es eine Phase des Aufschwungs, und von Juni 2007 bis heute war es die Finanzkrise sowie die Erholungsphase seit dem Tiefpunkt der Finanzkrise. In der Abbildung 58 ist die Performance von Value, Growth und Quality in den drei verschiedenen Zyklen aufgeführt sowie für das Jahr 2015. Es ist ersichtlich, dass sich Quality in allen Phasen deutlich durchsetzen konnte. Bei alleiniger Betrachtung des Jahres 2015 liegt Quality hinter Value und Growth.

Abb. 58: Performancevergleich von Value, Growth und Quality in Zyklen

	Japan		
	Value	Growth	Quality
01.01.2015. - 31.12.2015.	9.19%	7.04%	6.68%
01.06.2007. - 31.12.2015.	-15.04%	-17.19%	21.04%
01.01.2004. - 31.05.2007.	90.47%	58.66%	133.42%
01.01.1998. - 31.12.2003.	0.16%	-33.23%	165.92%

Index-Definitionen: Japan Value: MSCI Value Japan Local, Japan Growth: MSCI Growth Japan Local, Japan Quality: CEAMS CE Corporate Quality Index® Japan (JPY, ohne Dividenden, Transaktionskosten und Management Fee)

Quellen: Bloomberg, CEAMS



6 CEAMS Quality Performancerückblick Emerging Markets 2015

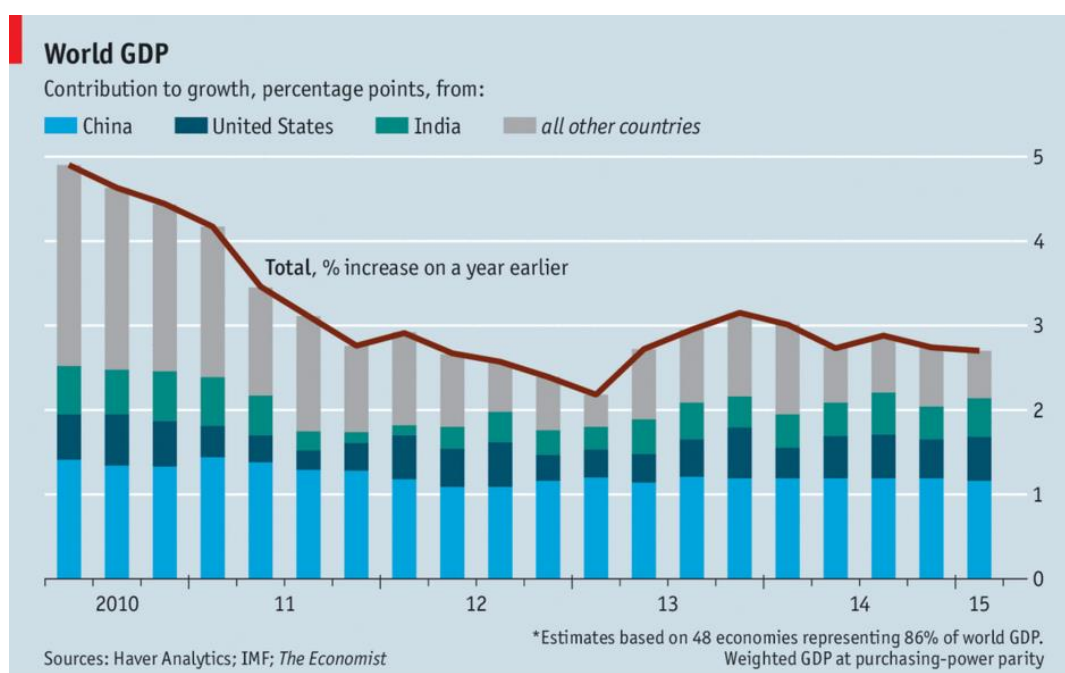
6.1 Emerging Markets Index enttäuschte auch im 2015

Ähnlich wie im Vorjahr gab es zuerst einen Anstieg des MSCI Emerging Markets Index mit einer anschliessenden Trendumkehr, wodurch der Index jedoch die erzielte Performance einbüsste und mit -15% (in USD) deutlich im negativen Bereich das Jahr beendete.

Die Dynamik des Index wurde durch verschiedene Faktoren getrieben. Insbesondere ab Mitte Mai 2015 machten die Wachstumszahlen der chinesischen Volkswirtschaft den Investoren am meisten Sorge. Nach heftigen Kurskorrekturen musste China drastische Kapitalmarkteingriffe tätigen, um die Talfahrt an den lokalen Börsen zu bremsen. Den starken Kursverlusten war ein spekulativer und zum Teil kreditfinanzierter Aktienboom in China vorausgegangen. Als China schwächere als erwartete Wachstumszahlen publizierte, löste dies Bedenken über den Zustand der chinesischen Wirtschaft aus und damit auch Sorgen über eine Abschwächung der globalen Wirtschaft.

Wir gehen zwar nicht von einem veritablen Wachstumseinbruch aus, aber nur schon ein leichter Rückgang des Wachstums hat einen Einfluss auf die Bewertungen. Jedoch muss mit einem Wachstumsrückgang gerechnet werden. Wie wichtig der chinesische Markt für das globale Wirtschaftswachstum ist, zeigt Abbildung 59, die Chinas Beitrag zum Weltweiten GDP-Wachstum zeigt. Stottert der Wachstumsmotor China, wird dies folglich auch die Wirtschaft anderer Nationen stark beeinflussen.

Abb. 59: Chinas Wachstumsbeitrag zur Weltwirtschaft



Quelle: Economist



Eine weitere Ursache für die enttäuschende Performance im 2015 war der weitere Zerfall der Rohstoffpreise und insbesondere des Ölpreises. So trug, das von Öl- und Rohstoffpreisen stark abhängige Land, Brasilien am meisten zur schlechten Performance des MSCI Emerging Markets bei.

Aber auch Länder wie Taiwan und Südkorea schnitten schlecht ab. Hier war der Haupttreiber sicherlich heruntergeschraubte Wachstumserwartungen im Technologie- und Halbleitersektor; ein Effekt, der auch in den entwickelten Ländern zu beobachten war. Als wichtige Handelspartner von China waren die regionalen Indizes in Taiwan und Südkorea auch stark durch dessen Wachstumssorgen in Mitleidenschaft gezogen worden.

Die vielen Unsicherheiten lassen die Aktienmärkte sehr sensibel sowohl auf positive als auch auf negative Nachrichten reagieren, was zu einem volatilen Marktumfeld führt. Hinzu kommt der Abfluss von Kapital aus den Emerging Markets, was ebenfalls auf die Performance drückt.

6.2 Attraktiv bewertete Qualität holte auf

Nachdem Non-Quality im 2013 klar die Nase vorn hatte, insbesondere die teure Non-Qualität, vollzog sich im Jahr 2014 eine Trendwende hin zu Qualität, die sich im 2015 fortsetzte. Die regionalen Krisen und Kapitalabflüsse in den Emerging Markets im Vorjahr führten zu einem Sinneswandel bei den Investoren, die nun wieder vermehrt den Fokus auf Qualität legen.

Das CEAMS Quality Emerging Markets Composite, das ausschliesslich in attraktiv bewertete Qualitätstitel investiert und folglich alle Non-Quality sowie teuer bewertete Quality-Unternehmen systematisch ausschliesst, konnte sich in diesem Umfeld besser behaupten und eine Outperformance von 4.5% erzielen (vgl. Tabelle 5, gegenüber der Benchmark MSCI Emerging Markets Net TR in USD).

Tabelle 5: Performance CEAMS Quality Composites per 31.12.2015¹⁹

Quality Composite	2015	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	3Y p.a.	5Y p.a.	Annual Return	Since Inception	Alpha	Tracking Error	Information Ratio	Inception Date
Emerging Markets (USD)	-10.3%	-	-	-	-	-	-	13.4%	-18.7%	15.7%	-7.3%	5.3%	-4.3%	-3.8%	-1.2%	-6.5%	0.2%	6.0%	0.05	01.05.2010
MSCI EM Net TR (USD)	-14.9%	-	-	-	-	-	-	14.7%	-18.4%	18.2%	-2.6%	-2.2%	-6.8%	-4.8%	-1.9%	-10.3%	-	-	-	
Out-/Underperformance	4.6%	-	-	-	-	-	-	-1.3%	-0.3%	-2.5%	-4.7%	7.5%	2.4%	1.0%	0.7%	3.8%	-	-	-	

Quellen: Bloomberg, PerTools, CEAMS

6.3 Unverhältnismässig starke Abstrafung der Emerging Markets bietet attraktive Chancen

Die deutliche Underperformance der Emerging Markets im 2015 im Vergleich zu den entwickelten Märkten einerseits, die damit verbundene attraktive Bewertung der Emerging-Markets-Aktien im globalen Vergleich andererseits, sowie die attraktive Bewertung der Qualitätsunternehmen aus den Emerging Markets deuten unserer Meinung nach auf eine Überreaktion der Marktteilnehmer hin und bieten attraktive Einstiegschancen.

¹⁹ Composite: inkl. Transaktionskosten; Dividenden reinvestiert; ohne Mgt.-Gebühren. Die Composite Definitionen sind auf Anfrage erhältlich
Annualisiertes Alpha (risikoadjustiert)



CEAMS ist überzeugt, dass die demografische Ausgangslage in den Entwicklungsländern sowie das tiefere Verschuldungsniveau relativ zu den Industriestaaten attraktive mittel- und langfristige Perspektiven für die dortigen Aktienmärkte in Aussicht stellen und dass die aktuell günstige Marktbewertung für eine verstärkte Investition in Qualitätsunternehmen aus den Emerging Markets spricht.

6.4 Performance-Attribution CEAMS Quality Emerging Markets 2015

Aus sektoraler Sicht lassen sich bei der Performance-Attribution drei Grundeffekte ableiten – der Allokationseffekt, der Selektionseffekt und der Währungseffekt. Bei dieser Betrachtung gilt es allerdings hinzuzufügen, dass die CEAMS Aktienauswahl ausschliesslich Bottom-Up erfolgt, die Sektorallokation sowie die Währungsallokation also das Resultat der CEAMS Aktienselektion ist.

▪ Sektoriale Betrachtung in den Emerging Markets

Die CEAMS Quality-Aktienauswahl ergab eine Übergewichtung der Sektoren IT, Nicht-Basiskonsumgüter, Basiskonsumgüter und Gesundheitswesen sowie eine Untergewichtung der Sektoren Finanz, Versorger und Energie (vgl. Abbildung 61).

Aus Allokationssicht (vgl. Abbildungen 61 & 62) hat sich die Übergewichtung der Sektoren Nicht-Basiskonsumgüter und Basiskonsumgüter sowie die Untergewichtung der Sektoren Energie und Finanz positiv ausgewirkt.

Aus Selektionssicht profitierte das CEAMS Quality-Portfolio vor allem vom signifikant positiven Selektionseffekt im Nicht-Basiskonsumgüter-Sektor. Die negativen Selektionseffekte in den Sektoren IT, Basiskonsumgüter und Telekommunikationsdienste fielen zusammen höher aus, sodass unter dem Strich ein negativer Performancebeitrag der Selektion zustande kam.

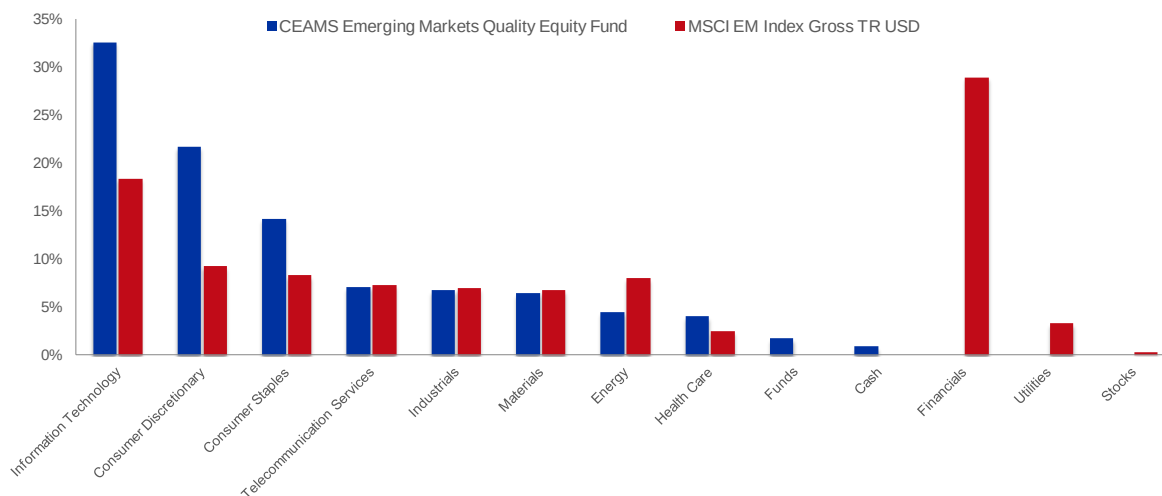
Abb. 60: Performance-Attributionseffekte nach Sektoren - CEAMS Quality Emerging Markets Portfolio vs. MSCI Emerging Markets Index (01.01.2015 – 31.12.2015)

Performance Attribution CEAMS Emerging Markets Quality Equity Fund	Active Return* (01/01/15 - 12/31/15)	Sector*		
		Allocation	Selection	Currency
vs. MSCI EM Index Gross TR USD	3.8%	3.3%	-3.2%	3.7%

Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

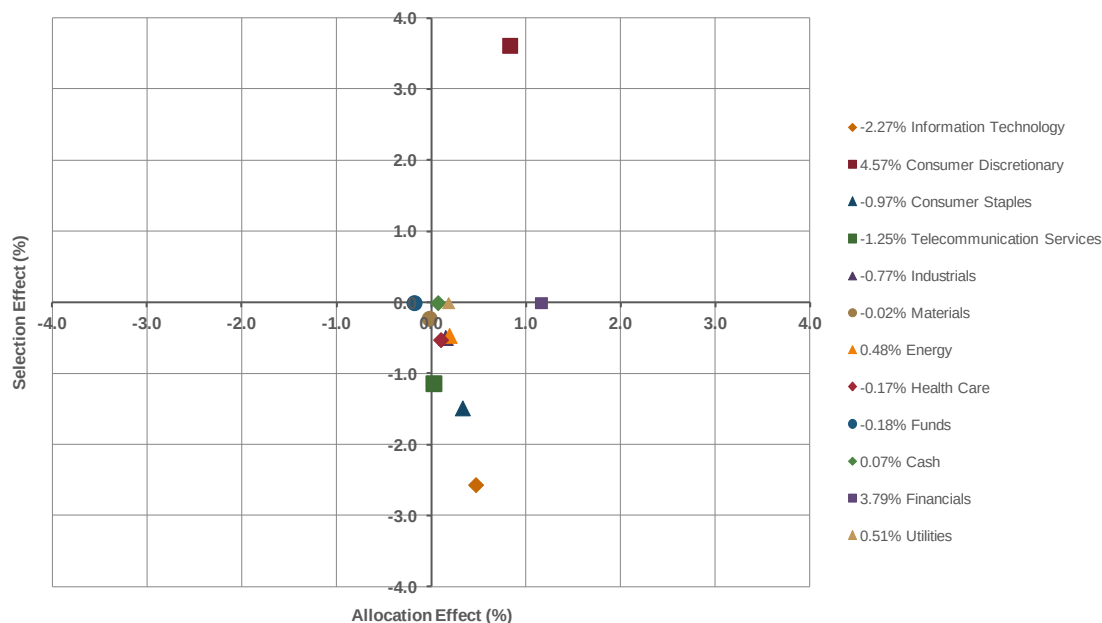


Abb. 61: Signifikante Über-/Untergewichtungen in den Sektoren aufgrund von „Best-Overall“-Ansatz Quality Emerging Markets Portfolio (01.01.2015 – 31.12.2015 - Durchschnittliche Sektorengewichtung vs. MSCI Emerging Markets Index)



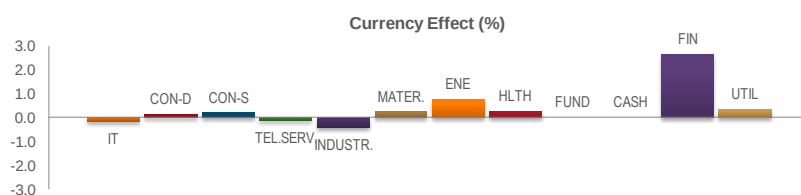
Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

Abb. 62: Performance-Attribution nach Sektoren CEAMS Quality Emerging Markets Portfolio vs. MSCI Emerging Markets Index (01.01.2015 – 31.12.2015)



Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

Abb. 63: Währungseffekte nach Sektoren CEAMS Quality Emerging Markets Portfolio vs. MSCI Emerging Markets Index (01.01.2015 – 31.12.2015)



Sektorenabkürzungen: TECH = Technology, CON-C = Consumer Cyclical, IND = Industrial, CON-N = Consumer Non-Cyclical, COMM = Communications, ENE = Energy, Basic-M = Basic Material, UTIL = Utilities, FIN = Financial
 Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS



■ Länderbezogene Betrachtung in den Emerging Markets

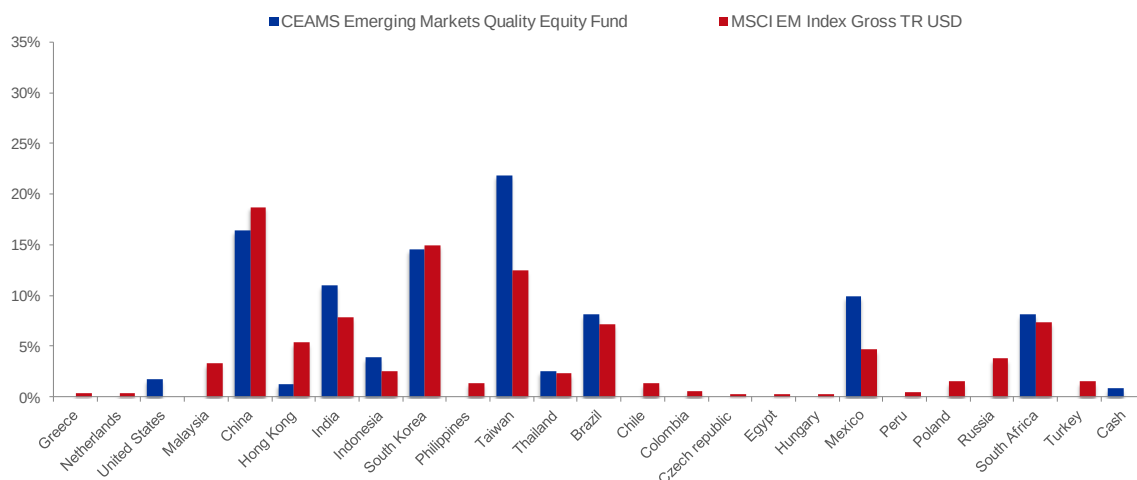
Die Outperformance kann auch nach der gleichen Logik wie im vorherigen Kapitel, in dem eine sektorale Betrachtungsweise eingenommen wurde, nach einer nach Ländern bezogenen Betrachtung analysiert werden. Wiederum kann nach einem Allokations- (Übergewichtung der Länder im Vergleich zur Benchmark) und Selektionseffekt (Selektion innerhalb der Länder) unterschieden werden.

Die von CEAMS Bottom-Up getroffene Aktienausswahl resultierte im Jahr 2015 in einer deutlichen Übergewichtung von Taiwan, Mexiko, Indonesien und Indien. Auf der anderen Seite resultierte die Aktienausswahl in einer Untergewichtung von Hongkong, Russland, Malaysia, China und zahlreichen Emerging-Markets-Ländern aus Europa, dem mittleren Osten und Südamerika (vgl. Abbildung 64). Es ist jedoch wichtig zu bedenken, dass diese Allokationen das Resultat unserer Bottom-Up-Aktienselektion sind und nicht Top-Down getroffen werden. Das heisst, dass wir mit Hilfe unserer Aktienselektion nicht nur versuchen positive Selektionseffekte zu erzeugen, sondern auch 2015 eine bessere Länder- und Währungsallokation erreicht haben.

Aus Länder-Allokationssicht (vgl. Abbildungen 64 & 65) war 2015 erfolgreiches Jahr. So wirkten sich die Übergewichtungen in Mexiko, Südafrika, Indien und Indonesien positiv aus. Ebenfalls lohnten sich die Untergewichtungen in China und Hongkong. Lediglich in Russland, Taiwan, Südkorea und Malaysia waren geringe negative Allokationseffekte zu beobachten.

Die Selektionseffekte in den einzelnen Ländern waren sehr heterogen (vgl. Abbildung 65). Während sich die CEAMS Quality Selektion in Mexiko, Indien, und China gut bewährte, musste insbesondere in Südafrika, Taiwan, Hongkong, Indonesien und Brasilien negative Selektionseffekte hingenommen werden. Am Ende resultierte total ein negativer Selektionseffekt in 2015.

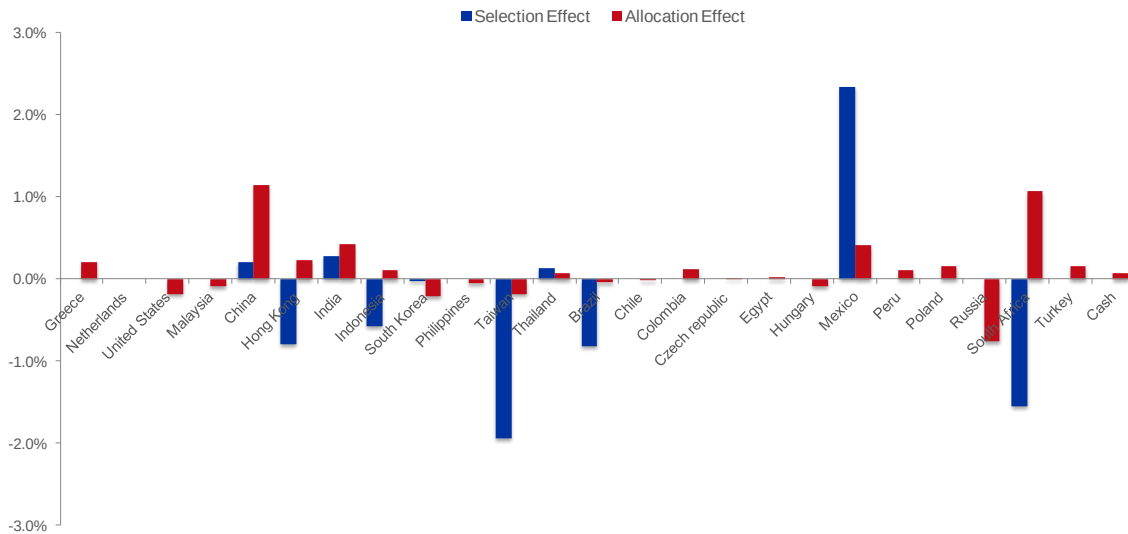
Abb. 64: Signifikante Über-/Untergewichtungen in den Ländern aufgrund von „Best-Overall“-Ansatz des CEAMS Quality Emerging Markets Portfolios (01.01.2015 - 31.12.2015 - Durchschnittliche Sektorengewichtung vs. MSCI Emerging Markets Index)



Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

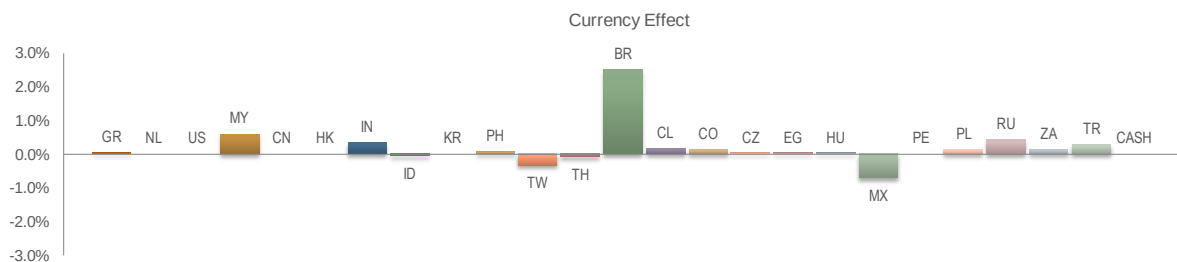


Abb. 65: Performance-Attribution nach Ländern CEAMS Quality Emerging Markets Portfolio vs. MSCI Emerging Markets Index (01.01.2015 – 31.12.2015)



Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

Abb. 66: Währungseffekte nach Ländern CEAMS Quality Emerging Markets Portfolio vs. MSCI Emerging Markets Index (01.01.2015 – 31.12.2015)



Länderabkürzungen: GR = Griechenland, MY = Malaysia, CN = China, HK = Hong Kong, IN = Indien, ID = Indonesien, KR = Südkorea, PH = Philippinen, TW = Taiwan, TH = Thailand, BR = Brasilien, CL = Chile, CO = Kolumbien, CZ = Tschechische Republik, EG = Ägypten, HU = Ungarn, MX = Mexiko, PE = Peru, PL = Polen, RU = Russland, ZA = Südafrika, TR = Türkei
Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

6.5 Die operative Performance der Unternehmen in den Emerging Markets – Ende Dezember 2015

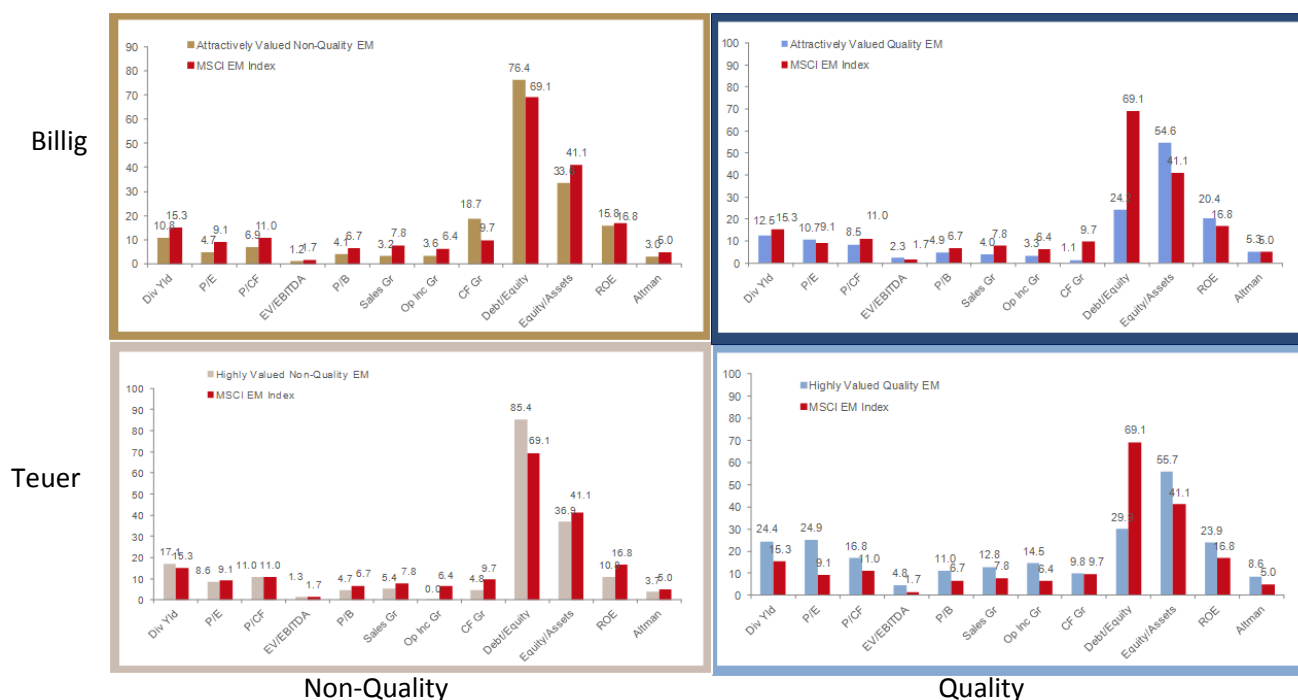
■ Was befand sich im Portfolio? CEAMS Quality im Vergleich zu Non-Quality und teurer Quality

Die CEAMS unterteilt das Investmentuniversum in vier Segmente: teuer und attraktiv bewertete Quality sowie teuer und attraktiv bewertete Non-Quality. Wenn die Leistungskennziffern der jeweils zugeordneten Unternehmen verdichtet werden, so ergeben sich im Vergleich zum Markt mit Stichtag Ende Dezember 2015 vier typische Unternehmensprofile (mit der Medianmethode berechnet).



Das typische „attraktiv bewertete Quality-Unternehmen“ in den Emerging Markets im Vergleich

Abb. 67: Fundamentaler Charakter der Qualitäts- und Bewertungssegmente in den Emerging Markets 31.12.2015



Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

Das typische, attraktiv bewertete CEAMS Quality-Unternehmen in den Emerging Markets (oben rechts in der Graphik – vgl. Abbildung 67), das Segment also, auf welches sich die CEAMS fokussiert, zeichnet sich 2015 durch eine überdurchschnittlich hohe Profitabilität bei gleichzeitig sehr gesunder Finanzierung und überdurchschnittlich gutem Altman Z-Score aus (ein Indiz für die Konkursgefahr eines Unternehmens). Das Wachstum lag für das Jahr unterhalb der Benchmark. Es weist eine attraktive Bewertung auf, die gemessen an P/E, EV/EBITDA und Dividendenrendite tiefer war als der Markt.

Teure Quality zeigt ebenfalls sehr gute betriebswirtschaftliche Quality-Merkmale und ein beachtliches Wachstum. Es zeigt hingegen auch signifikant höhere Bewertungskennzahlen.

Im Gegensatz hierzu zeigen die Non-Quality-Firmen unterdurchschnittliche Profitabilität, unvorteilhafte Finanzierungsstrukturen, erhöhte Konkursrisiken in Form von tiefen Altman Z-Scores, unterdurchschnittliche Wachstumsraten vor allem bei den Cashflows und Bewertungen die in etwa auf Markthöhe notieren.



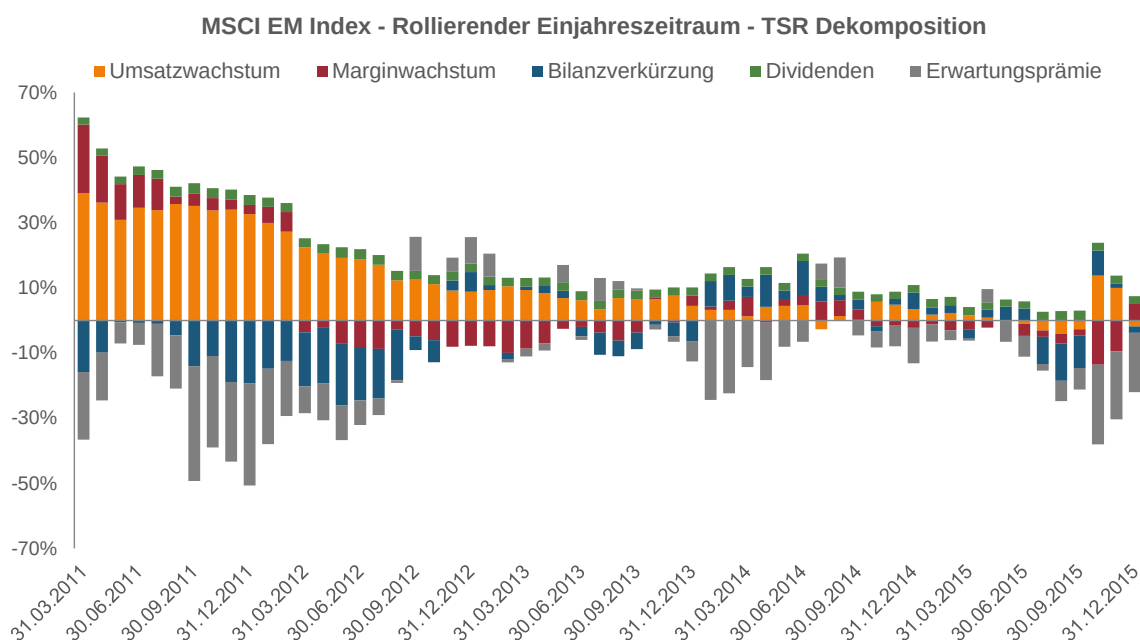
- **Performance des CEAMS Quality Emerging Markets Portfolios im Vergleich zum Gesamtmarkt fundamental besser abgestützt**

Eine wichtige Frage beim Verständnis einer Aktienperformance ist deren Qualität, das heisst, ob ein in einer spezifischen Periode erreichter Total Shareholder Return (TSR) auch tatsächlich durch operative Ergebnisse unterstützt wird oder nicht.

Die folgende Shareholder-Return-Dekomposition (TSR-Analyse) unterteilt die Börsenperformance der letzten 12 Monate des Marktes sowie die des CEAMS Quality-Portfolios in operative (z. B. Umsatzwachstum, Margenwachstum und Dividenden) und erwartungsgetriebene Komponenten (z. B. Erwartungsprämie und Schuldenzunahme bzw. -abbau relativ zum Unternehmenswert).

Die TSR-Analyse in den Emerging Markets demonstriert, dass die negative Aktienperformance in den Emerging Markets im 2015 hauptsächlich durch ein negatives Sentiment verursacht wurde. Zwar hatten Emerging-Markets-Unternehmen auch mit negativem Umsatzwachstum zu kämpfen (siehe Abbildung 68), jedoch lag der Beitrag der fundamentalen Faktoren insgesamt leicht im Plus. Grösster positiver Beitrag war die Steigerung der Marge.

Abb. 68: TSR Dekomposition MSCI Emerging Markets Index (01.01.2010 – 31.12.2015, rollierender Einjahreszeitraum)



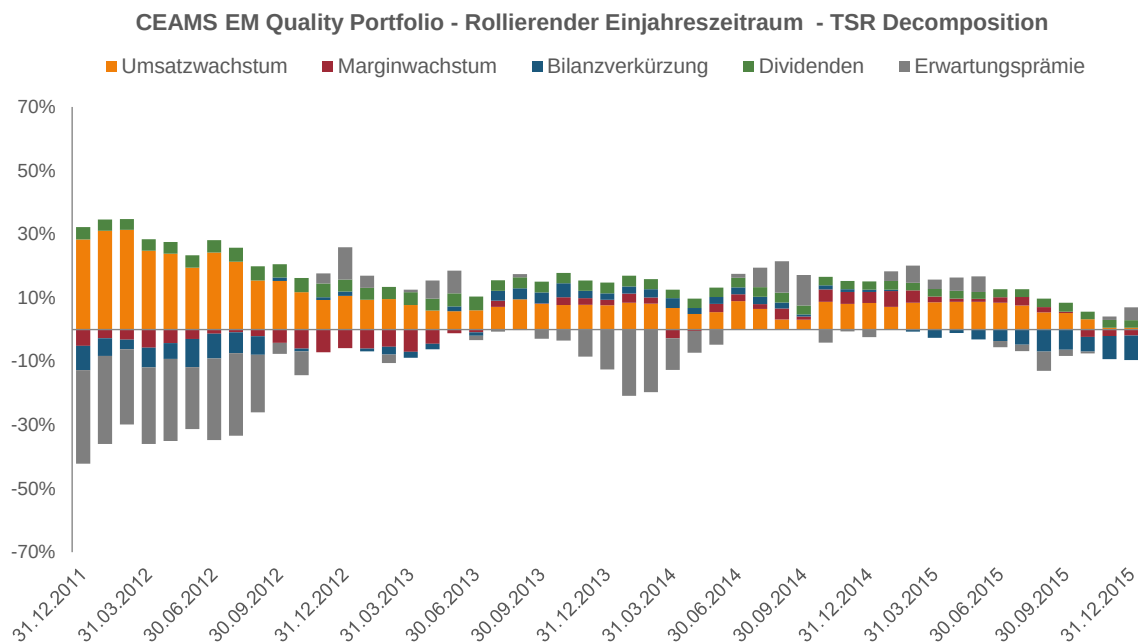
Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

Die Abbildungen 68 und 69 verdeutlichen zudem, dass die Performance des Quality-Portfolios besser durch operative Leistungen abgestützt war als die Performance des MSCI Emerging Market Index. Jedoch konnten sich auch die Quality Unternehmen der schwächeren Nachfrage im Markt nicht entziehen. Der Umsatz sank nicht, stagnierte aber auf Vorjahresniveau während die Margen leicht sanken. Die hohe Qualität der Firmen im Portfolio hatte auch dazu geführt, dass Quality



Firmen nicht über eine negative Erwartungsprämie abgestraft wurden. In anderen Worten erwarteten Investoren, dass die Quality Unternehmen die schwierige Zeit besser meistern können.

Abb. 69: TSR Dekomposition des CEAMS Quality Emerging Markets Portfolios (01.01.2010 – 31.12.2015, rollierender Einjahreszeitraum)



Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

Zusammengefasst kann gesagt werden, dass das CEAMS Quality Emerging Markets Portfolio sowohl ausgehend vom Profil (vgl. Abbildung 75) als auch ausgehend von operativen Leistungen (vgl. Abbildung 68 mit Abbildung 69) überdurchschnittliche Qualität bietet. Dies hat sich 2015 auch in der sehr guten Performance des CEAMS Quality Emerging Markets Portfolios widerspiegelt, welches die Benchmark um 4.6% übertrumpfen konnte.

Die günstige demographische Ausgangslage sowie die geringe Verschuldung, gepaart mit der schnellen Anpassungsfähigkeit der Entwicklungsländer, bieten weiterhin gute Voraussetzungen für künftiges Wachstum. In Anbetracht der aktuell günstigen Marktbewertung und des hohen Qualitätsniveaus (vgl. Abbildungen 68 und 69) bieten Investitionen in Qualitätsunternehmen aus den Emerging Markets weiterhin hervorragende Aussichten. Diese dürfen sich mittel- und langfristig orientierte Investoren nicht entgehen lassen.



6.6 CEAMS Quality Emerging Markets Performancecharakter

6.6.1 Beschrieb Performancecharakter

Der von der CEAMS begründete Quality-Aktienanlagestil (für die „entwickelten Marktregionen“) hat einen auf das Jahr 1998 zurückgehenden Performancecharakter, der zwischen 1998 und 2003 „auf Papier“ und seit 2004 real umgesetzt wird. Dieser Charakter ist im Fachbuch „Systematische Investments in Corporate Excellence“ (Verlag NZZ, 2006) detailliert beschrieben²⁰. Im Jahr 2009 ist zudem eine von Dr. Wolfram Gerdes erstellte Studie erschienen, welche den Performancecharakter des CEAMS Anlagestils anhand des USA-Portfolios wissenschaftlich untersuchte²¹. Dabei ging es vor allem darum, die Eigenständigkeit des CEAMS Quality-Anlagestils im Kontext des Fama/French-3-Faktoren-Modells zu ergründen. Das Ergebnis bescheinigt, dass „CEAMS Quality“ in der langen Frist einen eigenständigen und wertgenerierenden Performancecharakter aufweist. Die CEAMS begründete den Emerging Markets Track Record auf Papier im Jahr 2002 und real im Jahr 2010.

Um den Wert der Selektionseffekte zu verdeutlichen, wird sich dieses Kapitel ausschliesslich auf in lokaler Währung gerechnete Ergebnisse beziehen.

6.6.2 Mittelfristiger Zeithorizont um so wichtiger in den Emerging Markets

CEAMS Quality ist keine Timing-Strategie und hat zum Ziel, die entsprechende Benchmark mittel- und langfristig (3 Jahre und mehr) zu schlagen. Investoren, die in CEAMS Quality investieren, sollten deshalb einen mittelfristigen Anlagehorizont haben, umso mehr als die Währungsschwankungen einen entscheidenden Einfluss auf die kurzfristige Börsenperformance ausüben. Die Erfahrung zeigt aber auch, dass sich diese Währungsschwankungen in der mittleren Frist gegenseitig neutralisieren. Dieser Performancecharakter kommt in der Analyse der historischen Performance, welche die Outperformancehäufigkeit über verschiedene Haltedauern aufführt (vgl. Abbildung 70), deutlich zum Ausdruck.

Das CEAMS Quality Emerging Markets Composite wurde im Mai 2010 initiiert. Der kurze Track Record ist aus unserer Sicht noch nicht genügend aussagekräftig für den Beschrieb des Performancecharakters. Dies vor allem, weil der CEAMS Quality Emerging Market Equity Fund, der einen beträchtlichen Teil des CEAMS Quality Emerging Markets Composites ausmacht, mit einem Handicap von ca. 6% im ersten Monat nach der Lancierung im September 2010 startete. Der Fonds war in den ersten Wochen des Startmonats aufgrund von Handelseinschränkungen nicht vollständig investiert. Gerade in diesen Wochen realisierten Emerging-Markets-Aktien sehr gute Kursgewinne.

Aus diesen Gründen wird an dieser Stelle der CEAMS CE Corporate Quality Index® Emerging Markets als Proxy verwendet, dessen Performance auf das Jahr 2002 zurückgeht.

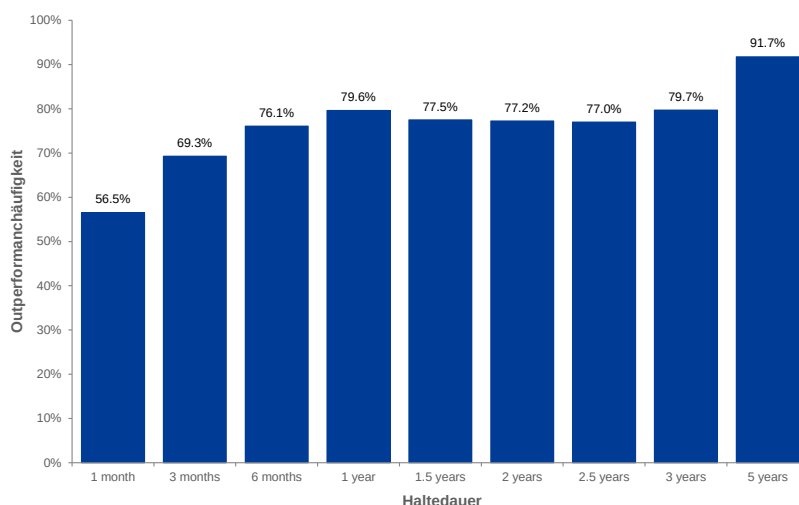
Im Zeitraum von Januar 2002 bis Dezember 2015 hat der CEAMS CE Corporate Quality Index® Emerging Markets in 77.2% aller rollierenden Zweijahresperioden eine Outperformance generierte (gegenüber dem MSCI EM Price Index). Eine längere Haltedauer führte dabei generell auch zu einer höheren Outperformancehäufigkeit (vgl. Abbildung 70).

²⁰ Vgl. Ph. Weckherlin, M. P. Hepp, „Systematische Investments in Corporate Excellence“, 2006, Verlag Neue Zürcher Zeitung

²¹ Vgl. „Quality as an independent Investment Style“, Dr. W. Gerdes (Ph. D. M.I.T.), 2009 – Studie ist auf Anfrage erhältlich



Abb. 70: Historische Outperformancehäufigkeit CEAMS CE Corporate Quality Index® Emerging Markets (01.01.2002 – 31.12.2015, gemäss rollierendem Zeitraum)



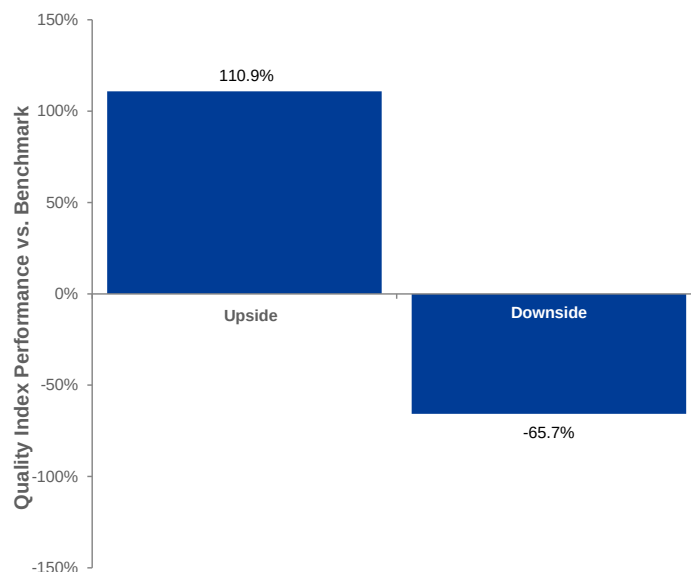
Die CEAMS CE Corporate Quality Index® Familie ist ein Führungsinstrument. Es segmentiert das Aktienuniversum nach Qualität und Bewertung. Aktien gleichgewichtet, in lokaler Währung gerechnet, ohne Dividenden, Transaktionskosten und Management Fee
 Benchmark: MSCI EM Price Index (LOC)
 Quellen: Bloomberg, CEAMS

6.6.3 Downside Protektion in schwierigen Marktphasen, überdurchschnittliche Performance im Aufschwung

Sowohl in Auf- wie auch in Abschwungphasen hat der CEAMS CE Corporate Quality Index® Emerging Markets im Vergleich zur Benchmark einen besseren Performancecharakter gezeigt. In Abschwungphasen zeigte der Quality-Index eine Protektion, indem er im Schnitt weniger verlor als der Marktindex (MSCI EM Price Index). Darüber hinaus konnte der Quality-Index die Benchmark in Aufschwungphasen übertreffen (vgl. Abbildung 71).



**Abb. 71: Capture Ratio CEAMS CE Corporate Quality Index® Emerging Markets
(01.01.2002 – 31.12.2015, durchschnittliches Capture Ratio)**



Die CEAMS CE Corporate Quality Index® Familie ist ein Führungsinstrument. Es segmentiert das Aktienuniversum nach Qualität und Bewertung. Aktien gleichgewichtet, in lokaler Währung gerechnet, ohne Dividenden, Transaktionskosten und Management Fee
Benchmark: MSCI EM Price Index (LOC)
Quellen: Bloomberg, CEAMS

6.6.4 Phasen der Under- und Outperformance im Quality-, Bewertungs- und Style-Kontext

Der CEAMS Quality-Anlagestil setzt auf Qualitätsunternehmen, die attraktiv bewertet sind und schliesst teuer bewertete Unternehmen (teure Quality) sowie Unternehmen niedriger Qualität (Non-Quality) unabhängig von der Marktbewertung systematisch aus. Die CEAMS Quality-Portfolios sind in der Regel gleichgewichtet und historisch betrachtet in den stark regulierten, kapitalintensiven Sektoren wie „Financials“ untergewichtet. Value und Growth sind andere systematische Anlagestile, mit denen Quality eine gewisse Überlappung aufweisen kann. In der Folge wird auf das relative Performanceverhalten von CEAMS Quality eingegangen.

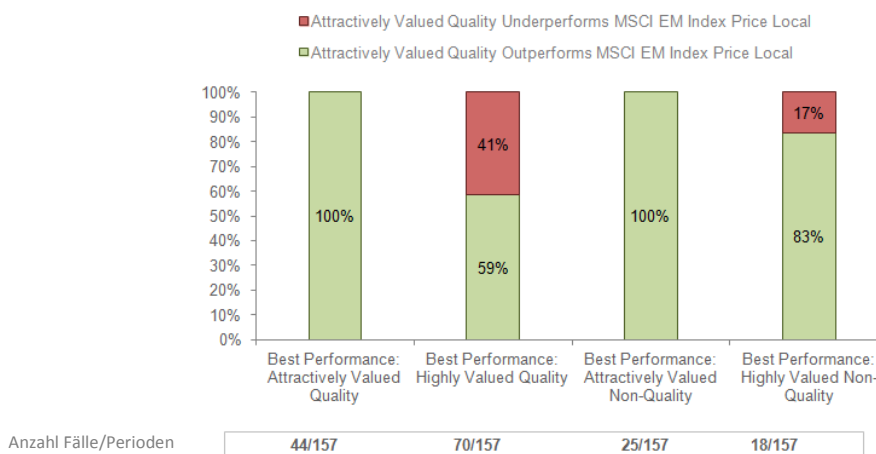


- **CEAMS Quality im Quality- und Bewertungskontext relativ zum Markt – grösstes Risiko, wenn teure Quality das beste Ergebnis liefert**

In der Folge wird aufgezeigt, wie sich das attraktiv bewertete Qualitätssegment anhand des CEAMS CE Corporate Quality Indices® Emerging Markets verhalten hat, wenn einer der systematisch ausgeschlossenen Segmente (also z. B. teure Quality oder teure Non-Quality) am besten performte und wie oft das attraktiv bewertete Qualitätssegment die Benchmark dennoch übertrumpfen konnte.

Insgesamt wurden hierzu alle 157 rollierenden 12-Monats-Perioden von Januar 2002 bis Dezember 2015 analysiert. Generell hatte das CEAMS Quality-Portfolio am meisten Mühe, die jeweilige Benchmark zu schlagen, wenn das Segment teure Quality („Highly Valued Quality“) am besten performte. In diesem Szenario, das in 70 der 157 12-Monats-Perioden eintrat, konnte das attraktiv bewertete Qualitätssegment die Benchmark nichtsdestotrotz in 59% der Fälle schlagen (vgl. Abbildung 72). In Fällen, in denen Non-Quality („Attractively Valued Non-Quality“ in 25 von 157 12-Monats-Perioden und „Highly Valued Non-Quality“ in 18 von 157 12-Monats-Perioden) am besten performte, hatte das CEAMS Quality-Portfolio eine wesentlich höhere Outperformance-Häufigkeit.

Abb. 72: Outperformanzhäufigkeit CEAMS CE Corporate Quality Indices® Emerging Markets, wenn ein anderes Quality-/ Bewertungssegment am besten performte (01.01.2002 – 31.12.2015, rollierende Einjahreszeiträume)



Die CEAMS CE Corporate Quality Index® Familie ist ein Führungsinstrument. Es segmentiert das Aktienuniversum nach Qualität und Bewertung. Aktien gleichgewichtet, in lokaler Währung gerechnet, ohne Dividenden, Transaktionskosten und Management Fee; Benchmark: MSCI EM Price Index (Local currency)

Quellen: Bloomberg, CEAMS

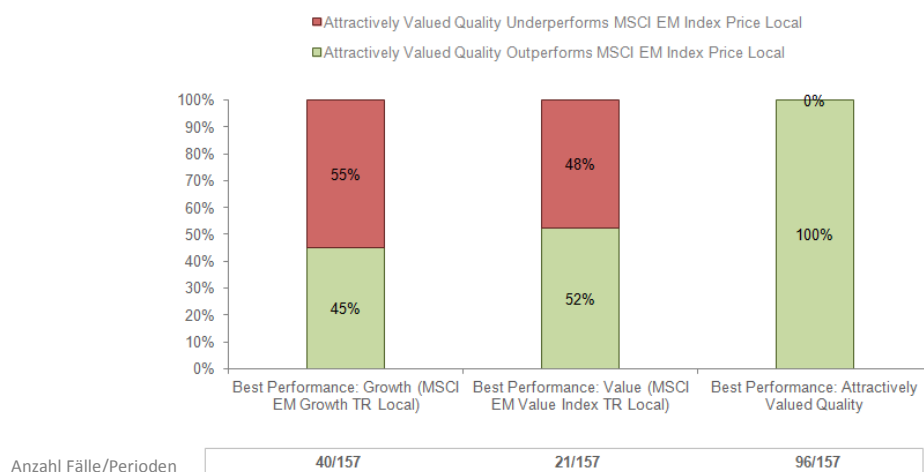


- **CEAMS Quality im Stil-Kontext – solider Outperformancecharakter selbst wenn Quality nicht der beste Anlagestil war**

In diesem Abschnitt wird gezeigt, wie sich das attraktiv bewertete Qualitätssegment anhand des CEAMS CE Corporate Quality Indices® Emerging Markets relativ zur Benchmark verhielt, wenn einer der alternativen Anlagestile Growth oder Value am besten performte.

Hervorzuheben ist, dass in 96 aller 157 12-Monats-Perioden das attraktiv bewertete Qualitätssegment die beste Performance erzielt hat. Die übrigen Perioden, in denen das Growth- bzw. Value-Segment am besten performten, sind aufgrund der geringen Anzahl an Beobachtungen (Growth: 40 von 157 12-Monats-Perioden und Value: 21 von 157 12-Monats-Perioden) statistisch weniger repräsentativ. Demnach lässt sich festhalten, dass das attraktiv bewertete Qualitätssegment dann am meisten Mühe hatte die Benchmark zu schlagen, wenn Growth am besten performte (vgl. Abbildung 73).

Abb. 73: Outperformancehäufigkeit CEAMS CE Corporate Quality Indices® Emerging Markets, wenn ein anderer Anlagestil besser war (01.01.2002 – 31.12.2015, rollierende Einjahreszeiträume)



Die CEAMS CE Corporate Quality Index® Familie ist ein Führungsinstrument. Es segmentiert das Aktienuniversum nach Qualität und Bewertung. Aktien gleichgewichtet, in lokaler Währung gerechnet, ohne Dividenden, Transaktionskosten und Management Fee; Benchmark: MSCI EM Price Index (Local currency)

Quellen: Bloomberg, CEAMS

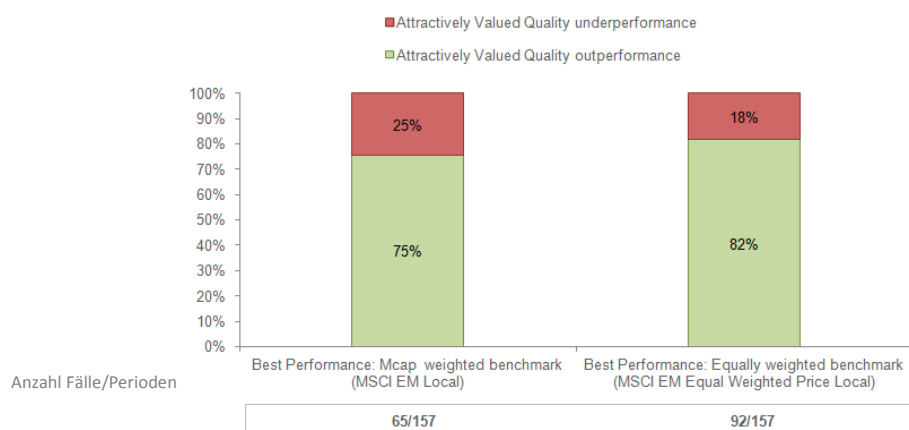


- **Der Gleichgewichtungseffekt – grösstes Risiko, wenn kapitalgewichtete Indizes besser als gleichgewichtete Indizes abschneiden**

Die CEAMS Portfolios sind in der Regel gleichgewichtet, sofern es die Liquidität zulässt. Mit der folgenden Analyse wird anhand der historischen Performance analysiert, wie häufig CEAMS Quality die Benchmark übertreffen konnte, wenn der kapitalgewichtete bzw. der gleichgewichtete Index das beste Ergebnis erzielte.

Bei dieser Analyse kommt zum Ausdruck, dass CEAMS Quality die Benchmark häufiger übertreffen konnte, wenn der gleichgewichtete Index besser war als der kapitalgewichtete (92 von 157 12-Monats-Perioden, vgl. Abbildung 74). Aber selbst in Perioden, in denen der kapitalgewichtete Index besser performte (65 von 157 12-Monats-Perioden), konnte CEAMS Quality die Benchmark in 75% der Fälle schlagen.

Abb. 74: Outperformancehäufigkeit CEAMS CE Corporate Quality Index® Emerging Markets, wenn ein kapitalgewichteter oder gleichgewichteter Index die bessere Performance erzielte (01.01. 2002 – 31.12.2015, rollierende Einjahreszeiträume)



Die CEAMS CE Corporate Quality Index® Familie ist ein Führungsinstrument. Es segmentiert das Aktienuniversum nach Qualität und Bewertung. Aktien gleichgewichtet, in lokaler Währung gerechnet, ohne Dividenden, Transaktionskosten und Management Fee; Benchmark: MSCI EM Price Index (Local currency)
Quellen: Bloomberg, CEAMS



7 CEAMS Quality Global Performancerückblick 2015

7.1 Ein bewegtes Aktienjahr auf globaler Ebene

Nach den überdurchschnittlich guten vergangenen 3 Jahren, musste der breite globale Benchmark (MSCI World Net TR in EUR hedged in EUR) 2015 kämpfen, um eine positive Performance über die Ziellinie per Ende 2015 zu retten. Am Schluss resultierte ein Plus von 2.3%. Die Währungsabsicherungen in der Benkmrk bewirkten dabei, dass diese vom Erstarken des Dollars gegenüber dem EUR nicht profitieren konnten und so die USA im internationalen Vergleich die Benchmark eher belastete.

In den folgenden Kapiteln wird detailliert auf die Performancetreiber und den Charakter des globalen Quality-Portfolios und den Vergleich mit der Benchmark, aber auch mit anderen Investmentstilen und Konkurrenten eingegangen.

7.2 Attraktiv bewertete Qualität holte gegen Jahresende auf

Das globale Quality-Portfolio konnte 2015 im Vergleich zur Benchmark einen Start-Ziel-Sieg hinlegen. Insgesamt erzielte das Globale Quality-Portfolio gemessen am CEAMS Quality Global Composite im letzten Jahr eine Outperformance von 1.9% gegenüber dem MSCI World Hedged Net TR in EUR. Die regionalen Haupttreiber dieser Outperformance waren die Quality-Aktien aus der Schweiz und Europa (eine detaillierte Performance-Attribution wird unter Punkt 6.3 gegeben).

Tabelle 6: Performance CEAMS Quality Global Composites per 31.12.2015²²

Quality Composite	2015	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	3Y p.a.	5Y p.a.	Annual Return	Since Inception	Alpha	Tracking Error	Information Ratio	Inception Date
Global (EUR)	4.2%	-	6.4%	18.0%	2.0%	-32.3%	32.3%	18.9%	-6.0%	10.9%	21.9%	10.4%	11.9%	7.9%	7.0%	99.5%	3.1%	5.7%	0.45	01.11.2005
MSCI World Net TR (EUR)	2.3%	-	7.3%	7.4%	-1.7%	-37.6%	25.9%	9.0%	-5.2%	15.3%	28.8%	10.1%	13.2%	9.7%	4.3%	53.8%	-	-	-	
Out-/Underperformance	1.9%	-	-0.9%	10.6%	3.7%	5.4%	6.4%	9.9%	-0.8%	-4.5%	-6.9%	0.3%	-1.2%	-1.8%	2.7%	45.7%	-	-	-	

Quellen: Bloomberg, PerTools, CEAMS

7.3 Performance-Attribution CEAMS Quality Global 2015 – Sektorale Sicht

Aus sektoraler Sicht lassen sich bei der Performance-Attribution drei Grundeffekte ableiten: der Allokationseffekt, der Selektionseffekt und der Währungseffekt. Bei dieser Betrachtung gilt es allerdings hinzuzufügen, dass die CEAMS Aktienauswahl ausschliesslich Bottom-Up erfolgt, die Sektorallokation also ein Ergebnis aus der Selektion darstellt.

An diesem Punkt weisen wir darauf hin, dass, im Gegensatz zur Performancemessung, in der Performance Attribution der nicht währungsabgesicherte MSCI World als Benchmark benutzt wird.

²² Composite: inkl. Transaktionskosten; Dividenden reinvestiert; ohne Mgt.-Gebühren. Die Composite Definitionen sind auf Anfrage erhältlich
 Annualisiertes Alpha (risikoadjustiert)
 Im September 2008 wurde ein neu erhaltenes Mandat wie folgt investiert: September 2008 – Mai 2009: 60% Aktien + 40% Cash; Juni 2009 – November 2009: 80% Aktien + 20% Cash. Die Konsequenz war ein positiver Einfluss auf unsere Composite Performance (+8.2%) in 2008 sowie ein negativer Einfluss (-3.3%) in 2009.
 MSCI World Net TR (EUR) 01.04.2007-31.12.2009 / seit 2010 MSCI World TR (EUR) hedged in EUR.



▪ **Sektorale Betrachtung auf globaler Ebene**

Die CEAMS Quality-Aktienauswahl ergab 2015 eine Übergewichtung der Sektoren zyklischer Konsum, Industrie und Technologie sowie eine Untergewichtung der Sektoren Finanzen, Kommunikation, Energie und Versorger (Utilities) (vgl. Abbildung 75).

Aus Allokationssicht (vgl. Abbildungen 75 & 76) haben sich die Übergewichtung des Technologie- und zyklischen Konsum- sowie die Untergewichtung des Energie- und Finanzsektors positiv ausgewirkt. Ein leicht negativer Allokationseffekt entstand durch die Übergewichtung des Gesundheitssektors. Im Gegensatz zu den Allokationseffekten hatten die Selektionseffekte starke Auswirkungen auf die Performance. Diese hatten einen negativen Einfluss, welcher durch Aktien von Industriefirmen (z. B. Cummins, Minebea, Parker Hannifin) und Zyklikern (z.B. Burberry, Genuine Parks, Coach) bedingt war. Andererseits lieferten Firmen aus dem Rohstoff- (z.B. International Flavor & Fragrances, Sika) und dem nicht-zyklischen Konsumsektor (z.B. Hormel Foods, Reckitt Benckiser Group) einen positiven Performancebeitrag, der von der Selektion innerhalb des Sektors stammt.

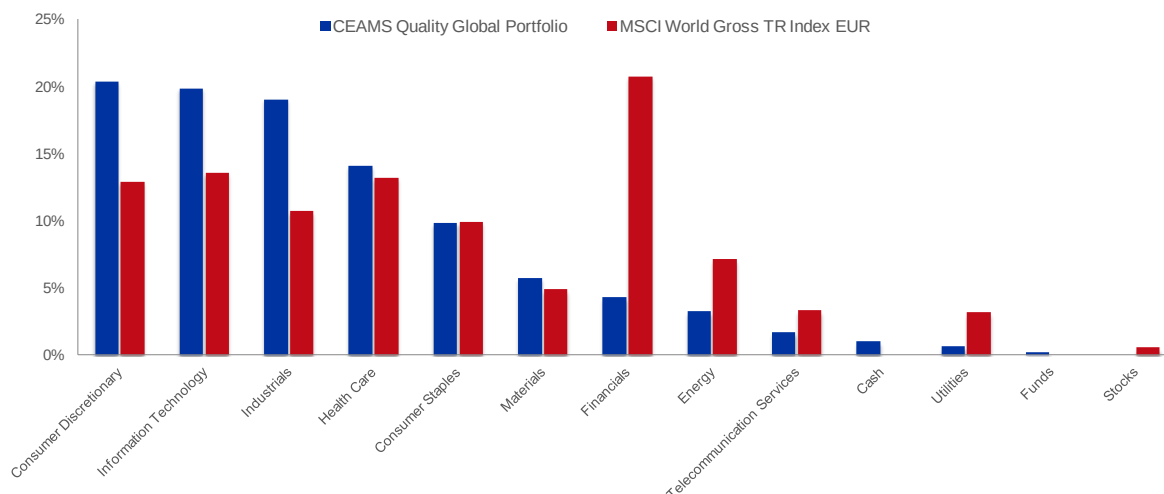
▪ **Länderbezogene Betrachtung auf globaler Ebene**

Die von CEAMS Bottom-Up getroffene Aktienauswahl führte 2015 auch regional zu einer unterschiedlichen Gewichtung im Vergleich zur Benchmark. So wurden z. B. Aktien aus der Schweiz, Singapur, Frankreich und Deutschland höher gewichtet als in der Benchmark. Dies wirkte sich im Fall von Frankreich und Deutschland positiv auf die relative Performance aus (positiver Allokationseffekt / Singapur war neutral– vgl. Abbildung 79). In den Ländern USA und Hong Kong lagen die grössten regionalen Untergewichte, was sich in beiden Fällen ebenfalls positiv auf die relative Performance auswirkte.

Die Quality-Selektion schaffte vor allem in der Schweiz, in Australien und in Deutschland einen Mehrwert, wohingegen die Aktienselektion in den USA und in Japan der Haupttreiber für die regionale Underperformance war (vgl. Abbildung 78 & 79).

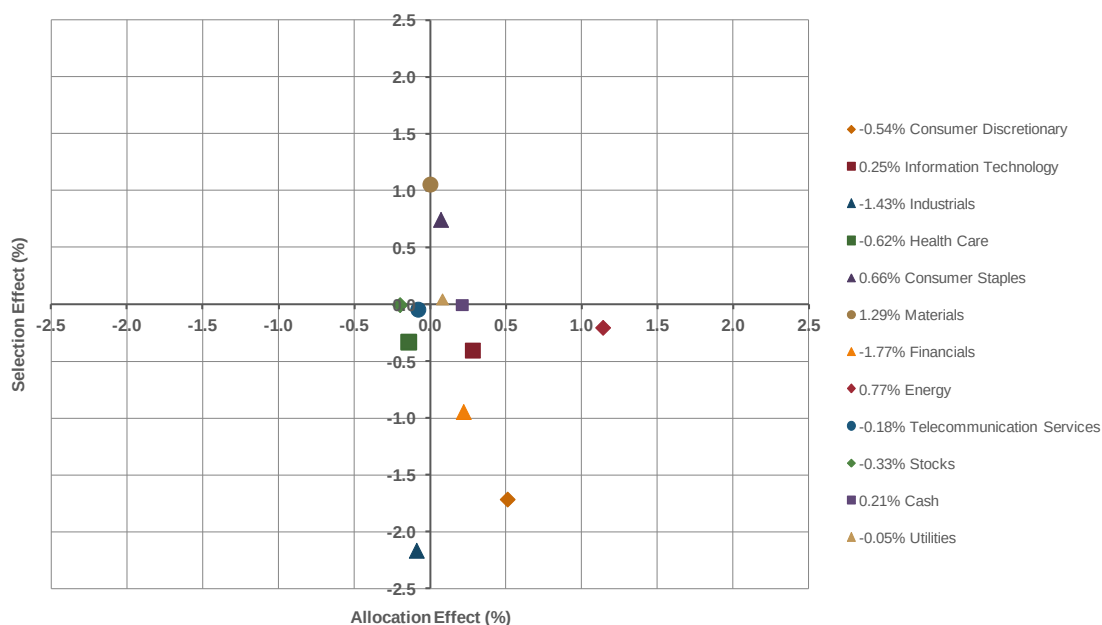


Abb. 75: Signifikante Über-/Untergewichtungen in den Sektoren nach dem „Best-Overall“-Ansatz Quality Global Portfolio (01.01.2015-31.12.2015 - Durchschnittliche Sektorengewichtung vs. MSCI World Index)



Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

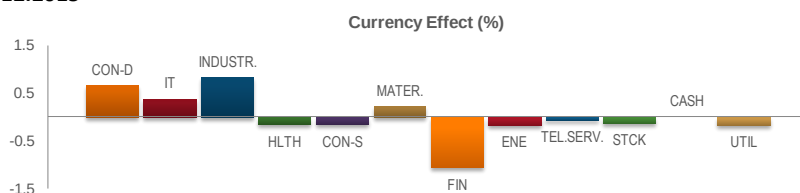
Abb. 76: Performance-Attribution nach Sektoren CEAMS Quality Global Portfolio vs. MSCI World Index (01.01.2015 – 31.12.2015)



Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

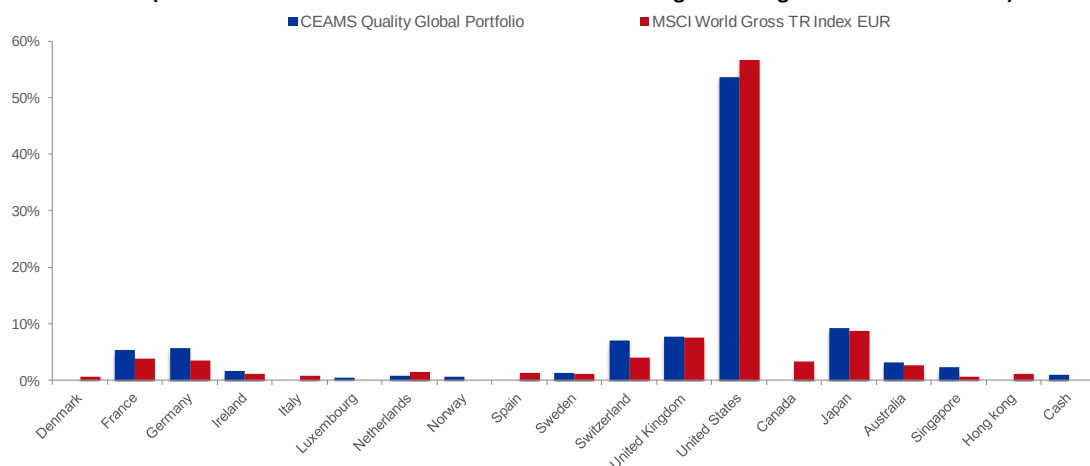


Abb. 77: Währungseffekte nach Sektoren CEAMS Quality Global Portfolio vs. MSCI World Index (01.01.2015 – 31.12.2015)



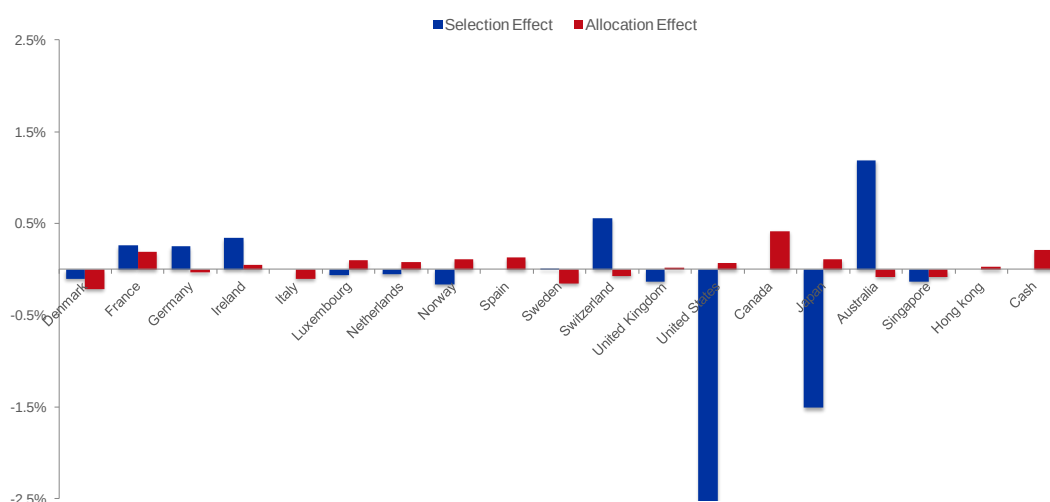
Sektorenabkürzungen: CON-C = Consumer Cyclical, CON-N = Consumer Non-Cyclical, IND = Industrial, TECH = Technology
 ENE = Energy, COMM = Communications; Basic-M = Basic Material, FIN = Financial, UTIL = Utilities, DIV = Diversified
 Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

Abb. 78: Signifikante Über-/Untergewichtungen in den Ländern nach dem „Best-Overall“-Ansatz des CEAMS Quality Global Portfolios (01.01.2015-31.12.2015 - Durchschnittliche Sektorengewichtung vs. MSCI World Index)



Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

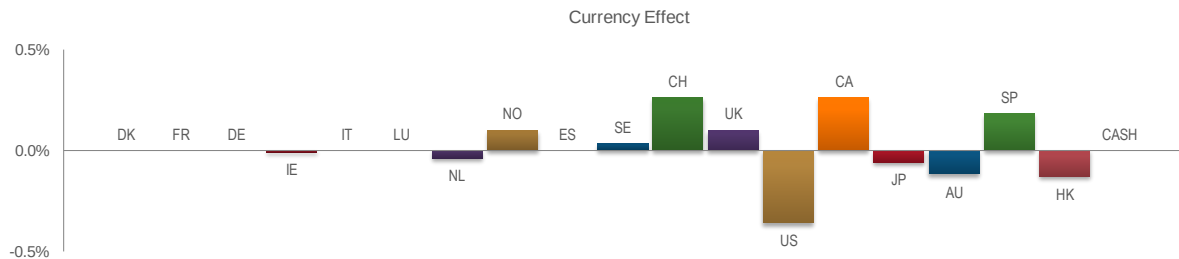
Abb. 79: Performance-Attribution nach Ländern CEAMS Quality Global Portfolio vs. MSCI World Index (01.01.2015–31.12.2015)



Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS



Abb. 80: Währungseffekte nach Ländern CEAMS Quality Global Portfolio vs. MSCI World Index (01.01.2015 – 31.12.2015)



Länderabkürzungen: IE = Irland, NL = Holland, NO = Norwegen, SE = Schweden, CH = Schweiz, UK = Grossbritannien, US = USA, CA = Kanada, JP = Japan, AU = Australien, SP = Singapur, HK = Hong Kong
Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

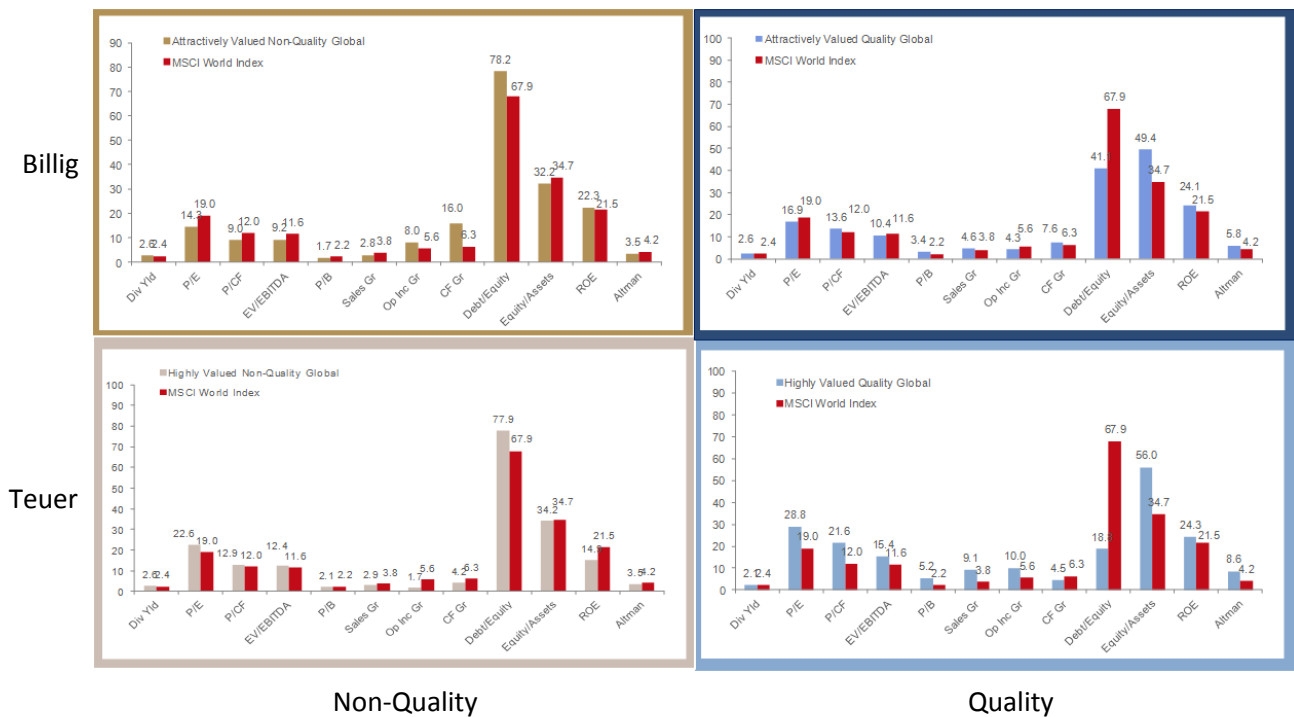
7.4 CEAMS Quality Global Performancecharakter

▪ Was befand sich im Portfolio? CEAMS Quality im Vergleich zu Non-Quality und teurer Quality

Die CEAMS unterteilt das Investmentuniversum in vier Segmente: teuer und attraktiv bewertete Quality sowie teuer und attraktiv bewertete Non-Quality. Wenn die Leistungskennziffern der jeweils zugeordneten Unternehmen verdichtet werden, so ergeben sich im Vergleich zum Markt mit Stichtag Ende Dezember 2015 vier typische Unternehmensprofile (mit der Medianmethode berechnet): attraktiv bewertete Quality, teure Quality, attraktiv bewertete Non-Quality und teure Non-Quality.

▪ Das typische, „attraktiv bewertete Quality-Unternehmen“ im Vergleich

Abb. 81: Fundamentaler Charakter der Qualitäts- und Bewertungssegmente in den Global 31.12.2015



Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS



Das typische, attraktiv bewertete CEAMS Quality-Unternehmen auf globaler Ebene (oben rechts in Abbildung 81), das Segment also, auf welches sich die CEAMS fokussiert, zeichnete sich durch eine überdurchschnittlich hohe Profitabilität bei gleichzeitig gesunder Finanzierung und überdurchschnittlich gutem Altman Z-Score aus (ein Indiz für die Konkursgefahr eines Unternehmens). Es erzeugte gute Wachstumskennzahlen, besonders beim Cashflow-Wachstum, und weist eine attraktive Bewertung, die im Durchschnitt etwa auf Marktniveau liegt, auf. Das bedeutet auch, dass für eine deutlich bessere Qualität und gutes Wachstum im Vergleich zum Markt kein nennenswerter Aufpreis bezahlt werden musste.

Teure Quality zeigte ebenfalls gute betriebswirtschaftliche Quality-Merkmale sowie ein beachtliches Wachstum (ausser CF-Wachstum). Dafür musste allerdings auch eine signifikant teurere Bewertung in Kauf genommen werden.

Im Vergleich zu den beiden Quality-Segmenten zeigten die Non-Quality-Segmente einen deutlich schlechteren fundamentalen Charakter. Die Bilanzqualität sowie die Wachstumskennzahlen sind insbesondere im teuren Non-Quality-Segment auf der ganzen Linie schlechter als die Benchmark Kennzahlen.

7.4.1 Beschrieb Performancecharakter

Der von der CEAMS begründete Quality-Aktienanlagestil (für die „entwickelten Marktregionen“) hat einen auf das Jahr 1998 zurückgehenden Performancecharakter, der zwischen 1998 und 2003 zu Papier gebracht und seit 2004 real umgesetzt wird. Dieser Charakter ist im Fachbuch „Systematische Investments in Corporate Excellence“ (Verlag NZZ, 2006) detailliert beschrieben²³. Im Jahr 2009 ist zudem eine von Dr. Wolfram Gerdes erstellte Studie erschienen, welche den Performancecharakter des CEAMS Anlagestils anhand des USA-Portfolios wissenschaftlich untersuchte²⁴. Dabei ging es vor allem darum, die Eigenständigkeit des CEAMS Quality-Anlagestils im Kontext des Fama/French-3-Faktoren-Modells zu ergründen. Das Ergebnis bescheinigt, dass „CEAMS Quality“ in der langen Frist einen eigenständigen und wertgenerierenden Performancecharakter aufweist.

7.4.2 Mittelfristiger Zeithorizont ist wichtig

CEAMS Quality ist keine Timing-Strategie und hat zum Ziel, die entsprechende Benchmark mittel- und langfristig (3 Jahre und mehr) zu schlagen. Investoren, die in CEAMS Quality investieren, sollten daher einen mittelfristigen Anlagehorizont haben. Dieser Performancecharakter kommt in der Analyse der historischen Performance, welche die Outperformancehäufigkeit über verschiedene Haltedauern aufführt (vgl. Abbildung 82), deutlich zum Ausdruck.

Das CEAMS Quality Global Composite wurde im November 2005 initiiert. Im Zeitraum von Ende November 2005 bis Dezember 2015 hat der CEAMS Quality Global Composite, ab einer Haltedauer von 1 ½ Jahren, in 70% aller Perioden eine Outperformance generiert (gegenüber dem MSCI World Net TR

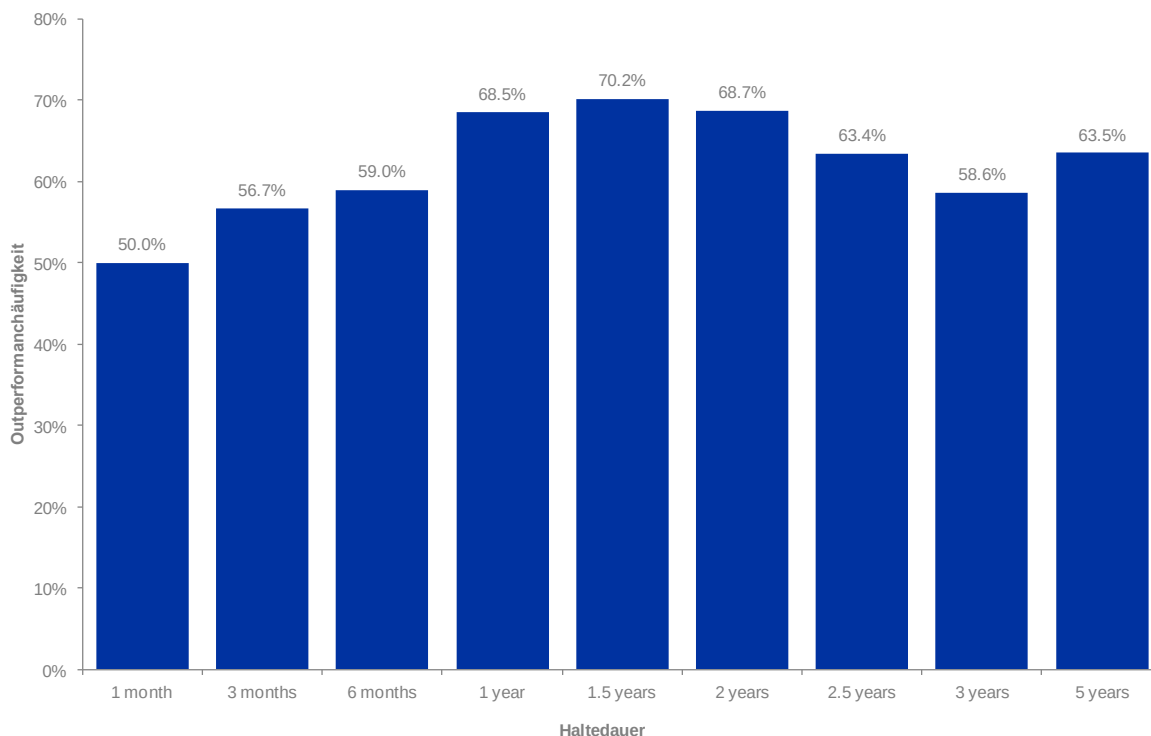
²³ Vgl. Ph. Weckherlin, M. P. Hepp, „Systematische Investments in Corporate Excellence“, 2006, Verlag Neue Zürcher Zeitung

²⁴ Vgl. „Quality as an independent Investment Style“, Dr. W. Gerdes (Ph. D. M.I.T.), 2009 – Studie ist auf Anfrage erhältlich



hedged in EUR). Bei einer Haltedauer von 5 Jahren betrug die historische Outperformancehäufigkeit sogar 63.5% (vgl. Abbildung 82).

Abb. 82: Historische Outperformancehäufigkeit CEAMS Quality Global Composite (01.12.2005 – 31.12.2015, gemäss rollierendem Zeitraum)



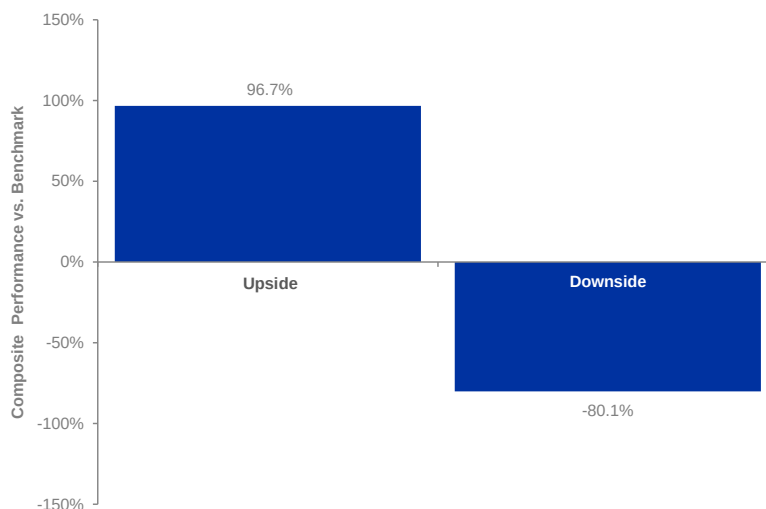
CEAMS Quality Global Composite: Währung EUR. inkl. Transaktionskosten; Dividenden reinvestiert; ohne Mgmt.-Gebühren;
 Benchmark: MSCI World Net TR hedged in EUR Index
 Quellen: Bloomberg, CEAMS

7.4.3 Downside Protektion in schwierigen Marktphasen

In Abschwungphasen hat das CEAMS Quality Global Composite im Vergleich zur Benchmark einen besseren Performancecharakter gezeigt, indem er im Schnitt weniger verlor als die Benchmark (MSCI World Net TR hedged in EUR Index). In Aufschwungphasen konnte das globale Quality-Portfolio nicht in allen Marktavancen mit der Benchmark mithalten (vgl. Abbildung 83).



Abb. 83: Capture Ratio CEAMS Quality Global Composite (01.12.2005 – 31.12.2015, durchschnittliches Capture Ratio)



CEAMS Quality Global Composite: Währung EUR. inkl. Transaktionskosten; Dividenden reinvestiert; ohne Mgmt.-Gebühren;
 Benchmark: MSCI World Net TR hedged in EUR Index
 Quellen: Bloomberg, CEAMS

7.4.4 Phasen der Under- und Outperformance im Quality-, Bewertungs- und Style-Kontext

Der CEAMS Quality-Anlagestil setzt auf Qualitätsunternehmen, die attraktiv bewertet sind und schliesst teuer bewertete Unternehmen (teure Quality) sowie Unternehmen niedriger Qualität (Non-Quality) unabhängig von der Marktbewertung systematisch aus. Die CEAMS Quality-Portfolios sind in der Regel gleichgewichtet und historisch betrachtet in den stark regulierten, kapitalintensiven Sektoren wie „Financials“ oder „Utilities“ untergewichtet. Value und Growth sind andere systematische Anlagestile, mit denen Quality eine gewisse Überlappung aufweisen kann. In der Folge wird auf das relative Performanceverhalten von CEAMS Quality eingegangen.

- **CEAMS Quality im Quality- & Bewertungskontext relativ zum Markt – grösstes Risiko, wenn teure Quality das beste Ergebnis lieferte**

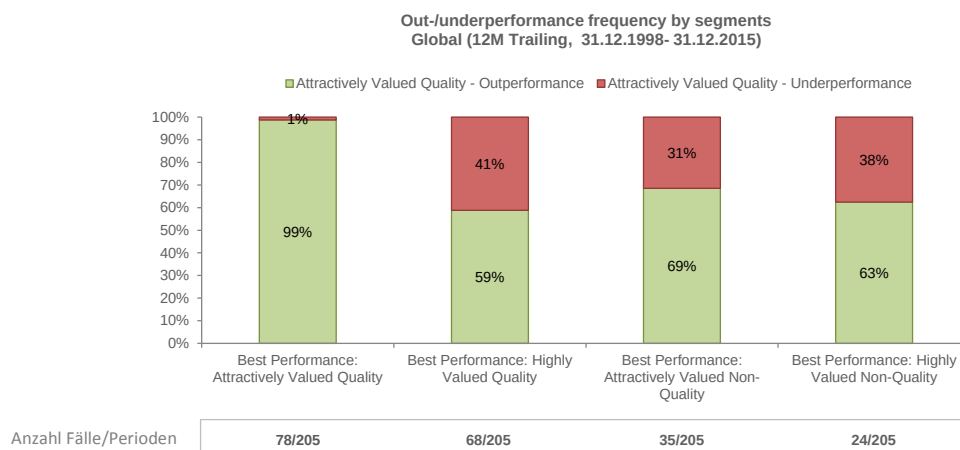
In der Folge wird aufgezeigt, wie sich das attraktiv bewertete globale Qualitätssegment anhand des CE Corporate Quality Index® Global²⁵ verhalten hat, wenn einer der systematisch ausgeschlossenen Segmente (also z. B. teure Quality oder teure Non-Quality) am besten performte und wie oft das attraktiv bewertete Qualitätssegment die Benchmark dennoch übertrumpfen konnte. Insgesamt wurden hierzu alle 205 rollierenden 12-Monats-Perioden von Januar 1998 bis Dezember 2015 analysiert. Generell hatte das CEAMS Quality-Portfolio am meisten Mühe, die jeweilige Benchmark zu schlagen, wenn das Segment teure Quality („Highly Valued Quality“) am besten performte. In diesem Szenario, welches in 68 der 205 12-Monats-Perioden eintrat, konnte das attraktiv bewertete Qualitätssegment die Benchmark nichtsdestotrotz in 59% der Fälle schlagen (vgl.

²⁵ Die CEAMS CE Corporate Quality Index® Familie ist ein Führungsinstrument. Es segmentiert das Aktienuniversum nach Qualität und Bewertung. Aktien gleichgewichtet, in lokaler Währung gerechnet, ohne Dividenden, Transaktionskosten und Management Fee



Abbildung 84). In den rollierenden 12-Monats-Perioden, in denen teure Non-Quality („Highly Valued Non-Quality“ in 24 von 205 12-Monats-Perioden) und attraktive bewertete Non-Quality („Attractively Valued Non-Quality“ in 35 von 205 12-Monats-Perioden) am besten performte, hatte das globale CEAMS Quality-Portfolio in 63% respektive in 69% der Fälle die Benchmark übertroffen.

Abb. 84: Outperformancehäufigkeit CEAMS CE Corporate Quality Indices® Global, wenn ein anderes Quality-/ Bewertungssegment am besten performte (01.01.1998– 31.12.2015, rollierende Einjahreszeiträume)



Die CEAMS CE Corporate Quality Index® Familie ist ein Führungsinstrument. Es segmentiert das Aktienuniversum nach Qualität und Bewertung. Aktien gleichgewichtet, in lokaler Währung gerechnet, ohne Dividenden, Transaktionskosten und Management Fee; Benchmark: MSCI World Price Index (in lokaler Währung)
Quellen: Bloomberg, CEAMS

▪ CEAMS Quality im Stil-Kontext – Quality hatte am meisten Mühe, wenn Value der beste Anlagestil war

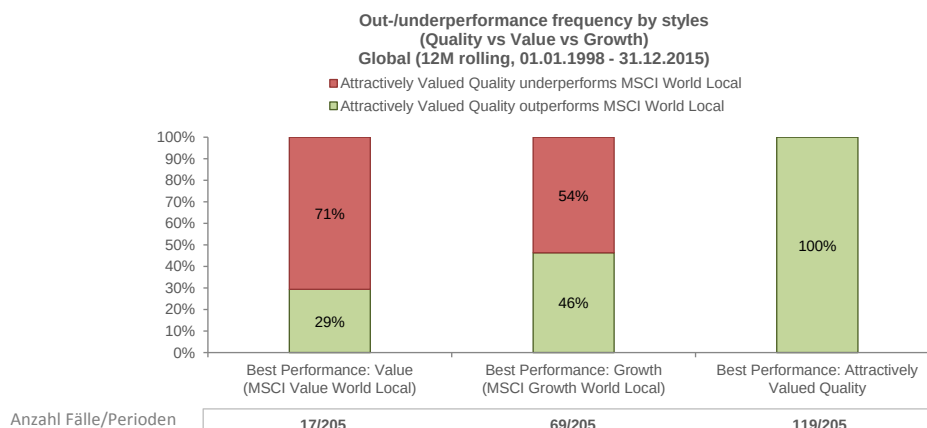
In diesem Abschnitt wird gezeigt, wie sich das attraktiv bewertete Qualitätssegment anhand des CE Corporate Quality Index® Global²⁶ relativ zur Benchmark verhielt, wenn einer der alternativen Anlagestile Growth oder Value am besten performte.

Hervorzuheben ist, dass in 119 aller 205 12-Monats-Perioden das attraktiv bewertete Qualitätssegment die beste Performance erzielt hat. Die übrigen Perioden, in denen die Growth- bzw. Value-Segmente am besten performten, sind aufgrund der geringen Anzahl an Beobachtungen (Growth: 69 von 205 12-Monats-Perioden und Value: 17 von 193 12-Monats-Perioden) statistisch weniger repräsentativ. Dennoch lässt sich anhand dieser Beobachtungen festhalten, dass das attraktiv bewertete Qualitätssegment dann am meisten Mühe hatte, die Benchmark zu schlagen, wenn Value am besten performte (vgl. Abbildung 85).

²⁶ Die CEAMS CE Corporate Quality Index® Familie ist ein Führungsinstrument. Es segmentiert das Aktienuniversum nach Qualität und Bewertung. Aktien gleichgewichtet, in lokaler Währung gerechnet, ohne Dividenden, Transaktionskosten und Management Fee



Abb. 85: Outperformancehäufigkeit CEAMS CE Corporate Quality Indices® Global Markets, wenn ein anderer Anlagestil besser war (01.01.1998 – 31.12.2015, rollierende Einjahreszeiträume)



Die CEAMS CE Corporate Quality Index® Familie ist ein Führungsinstrument. Es segmentiert das Aktienuniversum nach Qualität und Bewertung. Aktien gleichgewichtet, in lokaler Währung gerechnet, ohne Dividenden, Transaktionskosten und Management Fee; Benchmark: MSCI World Price Index (Local currency)

Quellen: Bloomberg, CEAMS

Gemessen an der Börsenperformance seit 1998 können 3 verschiedene Marktzyklen unterschieden werden, wobei der letzte Zyklus noch nicht abgeschlossen ist. Von 1998 bis 2003 war es der Aufbau und das Platzen der Internetblase, von 2004 bis Ende Mai 2007 war es eine Phase des Aufschwungs, und von Juni 2007 bis heute war es die Finanzkrise sowie die Erholungsphase seit deren Tiefpunkt. In der Abbildung 86 ist die Performance von globalen Value-, Growth- und Quality-Indizes in den drei verschiedenen Zyklen aufgeführt. Es ist ersichtlich, dass Quality in den beiden Zyklen bis zu Beginn der Finanzkrise im Jahre 2007 die anderen Stile dominierte. Value war dabei aber besser als Growth. Seit Ausbruch der Finanzkrise Mitte 2007 bis Ende 2015 zeigte dann Growth auf globaler Ebene die beste Performance. Value verlor sogar in dieser Periode an Wert. Das gleiche Bild war auch im vergangenen Jahr zu beobachten, in dem Growth vor Quality und deutlich vor Value lag.

Abb. 86: Performancevergleich von Value, Growth und Quality in den Zyklen 1998 – 2003, 2004 – 2007, 2008 – 2015

	Global		
	Value	Growth	Quality
01.01.2015. - 31.12.2015.	-4.32%	4.68%	-2.13%
01.06.2007. - 31.12.2015	-11.97%	29.64%	11.58%
01.01.2004. - 31.05.2007.	60.97%	45.12%	93.09%
01.01.1998. - 31.12.2003.	9.19%	-3.40%	169.31%

Index Definitionen: Global Value: MSCI World Value Price Index (Local), Global Growth: MSCI World Growth Price Index (Local), Global Quality: CEAMS CE Corporate Quality Index® Global (Local, ohne Dividenden, Transaktionskosten und Management Fee)

Quellen: Bloomberg, CEAMS

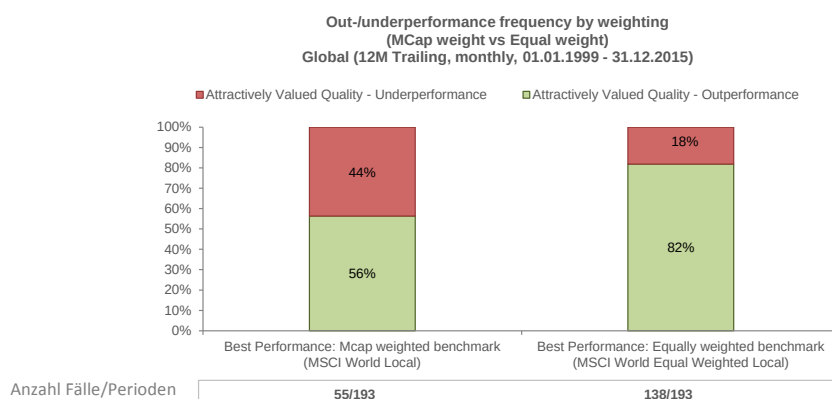


- **Der Gleichgewichtungseffekt – grösstes Risiko, wenn kapitalgewichtete Indizes besser als gleichgewichtete Indizes abschneiden**

Die CEAMS Portfolios sind in der Regel gleichgewichtet, sofern es die Liquidität zulässt. Mit der folgenden Analyse wird anhand der historischen Performance dargestellt, wie häufig CEAMS Quality die Benchmark übertreffen konnte, wenn der kapitalgewichtete bzw. der gleichgewichtete Index das beste Ergebnis erzielte.

Bei dieser Analyse kommt zum Ausdruck, dass CEAMS Quality anhand des CEAMS CE Corporate Quality Index® Global die Benchmark häufiger übertreffen konnte, wenn der gleichgewichtete Index besser war als der kapitalgewichtete (138 von 193 12-Monats-Perioden, vgl. Abbildung 87). Aber selbst in Perioden, in denen der kapitalgewichtete Index besser performt hatte (55 von 193 12-Monats-Perioden), konnte CEAMS Quality die Benchmark in 56% der Fälle schlagen.

Abb. 87: Outperformancehäufigkeit CEAMS CE Corporate Quality Index® Global, wenn ein kapitalgewichteter oder gleichgewichteter Index die bessere Performance erzielte (01.01.1999 – 31.12.2015, rollierende Einjahreszeiträume)



Die CEAMS CE Corporate Quality Index® Familie ist ein Führungsinstrument. Es segmentiert das Aktienuniversum nach Qualität und Bewertung. Aktien gleichgewichtet, in lokaler Währung gerechnet, ohne Dividenden, Transaktionskosten und Management Fee;
Benchmark: MSCI World Price Index (Local currency)
Quellen: Bloomberg, CEAMS

Disclaimer

This document may contain confidential information that is not intended for third parties. If you are not the intended recipient of this document, you must not publish or pass on its content in any way. This document is for information purposes only and constitutes neither an offer nor a recommendation to undertake any type of transaction or to buy or sell securities or financial products in the broadest sense. CEAMS · CE Asset Management offers no guarantee of the completeness, correctness or security of this document. CEAMS · CE Asset Management accepts no liability claims that might arise from the use or non-use of the content of this document.

The MSCI information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for or a component of any financial instruments or products or indices. None of the MSCI information is intended to constitute investment advice or a recommendation to make (or refrain from making) any kind of investment decision and may not be relied on as such. Historical data and analysis should not be taken as an indication or guarantee of any future performance analysis, forecast or prediction. The MSCI information is provided on an “as is” basis and the user of this information assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, each of its affiliates and each other person involved in or related to compiling, computing or creating any MSCI information (collectively, the “MSCI Parties”) expressly disclaims all warranties (including, without limitation, any warranties of originality, accuracy, completeness, timeliness, non-infringement, merchantability and fitness for a particular purpose) with respect to this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall any MSCI Party have any liability for any direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including, without limitation, lost profits) or any other damages (www.msci.com).

Autoren CEAMS Market-Review 2015

- Diego Föllmi
- Matthias Geibel, CFA, FRM
- Marco Genepretti
- Andrea Koop, CEFA

Gerne stehen wir Ihnen für weitere Auskünfte zur Verfügung:

CEAMS · CE Asset Management

CE Asset Management AG

General Wille-Strasse 201

CH-8706 Meilen/Zürich

Tel. +41 43 222 31 41

www.ceams.ch

info@ceams.ch