



CEAMS Market-Review

1. Halbjahr 2014

Meilen, Ende Juli 2014

Inhaltsverzeichnis

1. Einleitung	5
2. Die Non-Quality-Dominanz an den Kapitalmärkten	5
2.1 Die Mehrheit, der am Kapitalmarkt aktiven Institutionen, verdient die Kapitalkosten nicht oder ist nicht dazu verpflichtet	5
2.2 Der Obligationenmarkt wird von grossen Schuldnern aus kapitalintensiven Sektoren dominiert – Quality-Firmen treten weniger häufig als Emittenten auf	6
2.3 75% des Aktienmarktes besteht aus Non-Quality Firmen	8
2.4 An den Kapitalmärkten dominiert Non-Quality – umso wichtiger ist es, für einen systematisch mittel- bis langfristig handelnden Investor auf die Qualität zu achten	9
3. Investments heute: Sorgenlos !/?	9
3.1 Folgen nun, nach Jahren der Unsicherheit und der Ungewissheit, Jahre der Sorglosigkeit?	10
3.2 Soll man nun die nächsten Monate die Finger von Aktien lassen?	12
4. CEAMS Quality Schweiz Performancerückblick 1. Semester 2014	13
4.1 Fortsetzung der guten Aktienmarktdynamik in der Schweiz im 1. Halbjahr 2014	13
4.2 Performance Attribution CEAMS Quality Schweiz YTD 2014 – Sektorale Sicht	14
4.3 Die operative Performance der Schweizer Unternehmen Ende Juni 2014	15
4.4 CEAMS Quality Schweiz Performancecharakter	18
4.4.1 Beschrieb Performancecharakter	18
4.4.2 Mittelfristiger Zeithorizont notwendig	18
4.4.3 Downside Protektion in schwierigen Marktphasen, gutes Verhalten im Aufschwung	18
4.5 Phasen der Under- und Outperformance im Quality-, Bewertungs- und Style-Kontext.....	19
5. CEAMS Quality Europa Performancerückblick 1. Semester 2014	22
5.1 Das Gute Momentum in Europa hielt auch im 1. Semester 2014 an	22
5.2 Ambivalentes Bild der Qualitäts- und Bewertungssegmente in Europa	22
5.3 Performance Attribution CEAMS Quality Europa YTD 2014 – Sektorale Sicht.....	23
5.4 Die operative Performance der europäischen Unternehmen – Ende Juni 2014	24
5.5 Kurzfristiger Vergleich der Quality Anbieter in Europa– Underperformance 2014 für fast alle	27
5.6 CEAMS Europa Quality Performancecharakter	28
5.6.1 Beschrieb Performancecharakter	28
5.6.2 Mittelfristiger Zeithorizont notwendig	28
5.6.3 Downside Protektion in schwierigen Marktphasen, gutes Verhalten im Aufschwung	29
5.6.4 Phasen der Under- und Outperformance im Quality-, Bewertungs- und Style-Kontext.....	29
5.6.5 Vergleich mit Konkurrenz in Europa – CEAMS schneidet langfristig sehr gut ab.....	32

6. CEAMS Quality USA Performancerückblick 1. Semester 2014	34
6.1 Beschleunigte Dynamik in den USA in 2014.....	34
6.2 U.S. Aktienmarkt Rally vor allem bei Non-Quality	34
6.3 Performance Attribution CEAMS Quality USA YTD 2014 – Sektorale Sicht	35
6.4 Die operative Performance der Unternehmen in den USA – Ende Juni 2014.....	36
6.5 Kurzfristiger Vergleich der Quality Anbieter in den USA – Die Hälfte der Quality Anbieter erzielte eine Underperformance	39
6.6 CEAMS Quality USA Performancecharakter.....	40
6.6.1 Beschrieb Performancecharakter	40
6.6.2 Mittelfristiger Zeithorizont notwendig	40
6.6.3 Downside Protektion in schwierigen Marktphasen, gutes Verhalten im Aufschwung	41
6.6.4 Phasen der Under- und Outperformance im Quality-, Bewertungs- und Style-Kontext.....	42
6.6.5 Vergleich mit Konkurrenz in den USA – CEAMS schneidet langfristig sehr gut ab.....	45
7. CEAMS Quality Performancerückblick Emerging Markets 1. Semester 2014	47
7.1 Emerging Markets Performance nimmt nach Flaute im Vorjahr Fahrt auf.....	47
7.2 Attraktiv bewertete Qualität holt auf	47
7.3 Unverhältnismässig starke Abstrafung der Emerging Markets im Vorjahr bot attraktive Chancen	47
7.4 Performance Attribution CEAMS Quality Emerging Markets YTD 2014 – Sektorale Sicht.....	48
7.5 Die operative Performance der Unternehmen in den Emerging Markets – Ende Juni 2014.....	51
7.6 CEAMS Quality Emerging Markets Performancecharakter	54
7.6.1 Beschrieb Performancecharakter	54
7.6.2 Mittelfristiger Zeithorizont um so wichtiger in den Emerging Markets.....	54
7.6.3 Downside Protektion in schwierigen Marktphasen, überdurchschnittliche Performance im Aufschwung.....	56
7.6.4 Phasen der Under- und Outperformance im Quality-, Bewertungs- und Style-Kontext.....	56
8. Steckbrief: CEAMS Quality	60
8.1 Grundgedanke.....	60
8.2 Konzeptionelle Grundlage.....	60
8.3 Investment-Prozess.....	61
8.4 Portfolioinhalt	61
8.5 Portfoliokonstruktion.....	61
8.6 Performancecharakter im Markt, Style und Size Kontext	62
8.7 Performancecharakter im Risiko-Kontext	62
8.8 Sektor und Size Bias	62
8.9 Turnover	62
8.10 CEAMS Geschäftsverständnis.....	62
Disclaimer	63

1. Einleitung

Im vorliegenden Marktreview zum ersten Semester 2014 wird einleitend auf die Verfassung des Kapitalmarktes aus der Sicht eines Quality Investors eingegangen (vgl. Kapitel 2). Danach beschäftigt sich der Marktkommentar ausführlich mit der aktuellen volkswirtschaftlichen Verfassung und setzt die aktuellen Treiber an den Kapitalmärkten in diesen Zusammenhang (vgl. Kapitel 3). Im Unterschied zu früheren CEAMS Marktreviews, in denen jedes regionale Quality-Portfolio in einem separaten Marktreview analysiert und kommentiert wurde, sind in den folgenden Kapiteln die Halbjahres-Analysen und Kommentare zum Quality Schweiz (vgl. Kapitel 4), Quality Europa (vgl. Kapitel 5), Quality USA (vgl. Kapitel 6) und Quality Emerging Markets Portfolio (vgl. Kapitel 7) in einem Bericht zusammengefasst. Der Market-Review schliesst mit einer Übersicht des CEAMS Quality Anlagestils.

2. Die Non-Quality-Dominanz an den Kapitalmärkten

Wie viel Qualität ist im Kapitalmarkt aktuell vorhanden? Diese Frage wird als Einstieg zum vorliegenden CEAMS Marktreview analysiert. Zuerst, indem der Kapitalmarkt als Ganzes betrachtet wird, bevor am Beispiel der USA auf die Obligationen- und Aktienmärkte vertieft eingegangen wird.

2.1 Die Mehrheit, der am Kapitalmarkt aktiven Institutionen, verdient die Kapitalkosten nicht oder ist nicht dazu verpflichtet

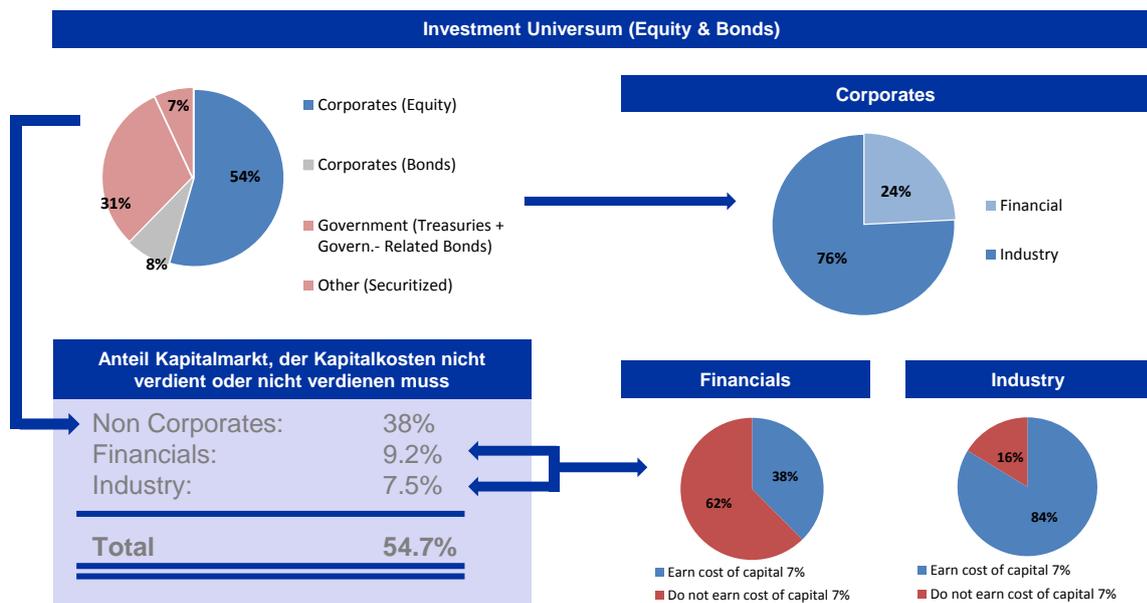
Der Versuch, den Kapitalmarkt als Ganzes zu erfassen, ist eine nicht ganz triviale Aufgabe. Die Wertpapiere, welche an den öffentlichen Börsen gehandelt werden, dies sind hauptsächlich Aktien, sind gut erfass- bzw. analysierbar. Die Schwierigkeit besteht aber in der Erfassung der Kapitalmarktinstrumente, welche nicht öffentlich gehandelt werden (OTC). Dies sind vor allem Nominalpapiere. Für deren Volumen gibt es unterschiedliche Schätzungen. In der folgenden Analyse wird für Obligationen der Barclays Capital Global Aggregated Index verwendet. Dieser Index ist einer der breitesten globalen Bondindizes und deckt sowohl Corporate Bonds als auch Staatsanleihen und Schuldpapiere von staatsnahen Organisationen ab. Um einen Überblick auf der Aktienseite zu erhalten, werden die grossen regionalen Aktienindizes inklusive Emerging Markets summiert und in USD umgerechnet¹. Das Volumen des nach dieser Logik zusammengesetzten Kapitalmarktes beträgt knapp 100 Billionen USD. In Abbildung 1 ist zu sehen, dass gut 60% dieses Kapitalmarktes aus Aktien oder Corporate Bonds bestehen. Den Rest machen Staatsanleihen, Anleihen von staatsnahen Organisationen sowie besicherte Instrumente (Mortgage Backed Securities (MBS)) aus.

Um nun die Qualität dieses Kapitalmarktes zu analysieren, wurde auf einen einfachen, aber aus betriebswirtschaftlicher Sicht entscheidenden Zusammenhang zurückgegriffen: Welche Firma oder welcher Emittent verdient die Kapitalkosten, die mit einem einheitlichen Satz von 7% angenommen wurden, und welche Institution verdient diese nicht, bzw. hat keine Anreize seine Kapitalkosten zu bewirtschaften. Die in Abbildung 1 dargestellte Analyse zeigt, dass mit einem Anteil von 54.7% über die Hälfte der am Kapitalmarkt agierenden Akteure die Kapitalkosten nicht verdienen, bzw. nicht verdienen müssen².

¹ Aktienuniversen kapitalgewichtet: Russel 3000 (USA), STOXX 600 (Europa), Nikkei 225 (Japan), S&P Toronto Stock Exchange (Canada), S&P/ASX 300 (Australien), MSCI Emerging Markets (Emerging Markets)

² Die Kapitalkosten wurden anhand des Ertrages auf dem eingesetzten Kapital ermittelt (ROIC). Staaten und staatsnahe Organisationen sind nicht verpflichtet ihre Kapitalkosten zu verdienen.

Abb. 1: Aufteilung des MSCI All Countries World Index



Quellen: Barclays Capital, Bloomberg, MSCI, CEAMS

Bei der gleichen Analyse vor drei Jahren lag der Anteil der Emittenten, welche die Kapitalkosten nicht verdienten bzw. verdienen müssen, noch bei über 60%. Diese Verbesserung ist vor allem den Firmen zu verdanken, welche nicht im Finanzsektor tätig sind. Lediglich 16% aller Firmen aus dem Nicht-Finanzsektor haben einen Ertrag auf dem investierten Kapital, der unter 7% liegt. Der Löwenanteil von 84% verdient ihre Kapitalkosten. Umgekehrt sehen die Verhältnisse im Finanzsektor aus, wo nur 38% aller Firmen ihre Kapitalkosten verdienen können.

Natürlich kann nun argumentiert werden, dass 7% Rendite auf dem eingesetzten Kapital relativ hoch ist. Insbesondere kann eingefordert werden, dass diese Messlatte im aktuellen Tiefzinsumfeld tiefer liegen muss. Für CEAMS stehen hinter diesen 7% zwei grundlegende Überzeugungen. Erstens ist aus Sicht eines Quality-Investors eine hohe Rendite auf dem eingesetzten Kapital der Kern des Investierens. Dies einerseits aus Renditeüberlegungen, andererseits aber auch aus der Überzeugung heraus, dass das der Firma zur Verfügung stehende Kapital aus betriebswirtschaftlicher Sicht, möglichst effizient und gewinnbringend investiert werden muss. Zweitens spiegelt das aktuelle Zinsniveau nicht die Renditen wider, welche aus Risikosicht abgegolten werden müssen. Aus diesen beiden Gründen hält die CEAMS an dieser 7%-Messlatte fest und hat damit auch bewusst noch eine „Margin of Safety“ mit eingebaut.

2.2 Der Obligationenmarkt wird von grossen Schuldnern aus kapitalintensiven Sektoren dominiert – Quality-Firmen treten weniger häufig als Emittenten auf

Es gibt grosse regionale Unterschiede, wie aktiv Firmen am Kapitalmarkt sind, insbesondere ob die Fremdkapitalaufnahme über den Kapitalmarkt abgewickelt wird. In der Schweiz (Firmenuniversum SPI) nimmt die Mehrheit der Firmen kein Kapital am Kapitalmarkt auf, sondern finanziert sich über andere Quellen (z.B. Bankkredite). Anders sieht die Sachlage in den USA aus, wo die Kapitalaufnahme mittels Emission von Bonds zum Standard gehört (Firmenuniversum S&P 500). Aus diesem Grund beschränken wir uns bei der Analyse in diesem Kapitel auf den US-amerikanischen Markt, da dieser auch von der Grösse im globalen Umfeld repräsentativ ist.

Abb. 2: Sektorale Verteilung von Firmen mit ausstehenden Obligationen im S&P 500

	Haben Bonds ausstehend	Haben keine Bonds ausstehend	Total	% (nach Anzahl Firmen)		% (nach Market cap)	
				Bonds	Keine Bonds	Bonds	Keine Bonds
Consumer, Cyclical	53	16	69	77%	23%	90%	10%
Consumer, Non-cyclical	91	10	101	90%	10%	96%	4%
Technology	36	10	46	78%	22%	87%	13%
Industrial	61	4	65	94%	6%	98%	2%
Energy	43	1	44	98%	2%	99%	1%
Basic Materials	23	1	24	96%	4%	98%	2%
Communications	36	4	40	90%	10%	91%	9%
Diversified	1	0	1	100%	0%	100%	0%
Financial	74	7	81	91%	9%	92%	8%
Utilities	30	0	30	100%	0%	100%	0%

Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

In Abbildung 2 ist zu sehen, dass die Mehrheit der S&P 500-Mitglieder Bonds ausstehend hat. Es gibt jedoch deutliche Unterschiede zwischen den Sektoren. So haben nur 77% aller Firmen aus dem zyklischen Konsumsektor und 78% aller Firmen aus dem Technologiesektor Bonds emittiert. Der Anteil aller anderen Sektoren liegt bei über 90%. Auffällig ist auch, dass alle Firmen aus dem Versorgungsektor („Utilities“) Bonds ausstehend haben. Tendenziell kann aus dieser Abbildung die Schlussfolgerung gezogen werden, dass kapitalintensive und meist auch stark regulierte Sektoren sich häufiger über den Kapitalmarkt verschulden, und dass grosskapitalisierte Firmen (vgl. Spalte % (by Market cap)) ebenfalls häufiger diesen Finanzierungsweg nutzen.

Aus der Sicht eines Quality-Investors ist auch interessant, wie häufig Firmen mit unterdurchschnittlicher Qualität als Emittenten auftreten. Aus diesem Grund ist in Abbildung 3 die Verteilung von Firmen mit ausstehenden Bonds anhand der CEAMS Qualitäts- und Bewertungssegmente zu sehen (mehr Informationen zur CEAMS Qualitäts- und Bewertungsmatrix: www.ceams.ch). Augenfällig dabei ist, dass das Quality-Segment insgesamt einen kleinen Anteil der am Bondmarkt aktiven Firmen ausmacht (12%).

Abb. 3: Verteilung von Firmen mit ausstehenden Obligationen im S&P 500 anhand der CEAMS Qualitäts- und Bewertungsmatrix

	Haben Bonds ausstehend	Haben keine Bonds ausstehend	Total	% (nach Anzahl Firmen)		% (nach Market cap)	
				Bonds	Keine Bonds	Bonds	Keine Bonds
attraktiv bewertete Quality	36	11	47	77%	23%	83%	17%
teuer bewertete Quality	14	8	22	64%	36%	88%	12%
attraktiv bewertete non-Quality	251	10	261	96%	4%	99%	1%
teuer bewertete non-Quality	110	19	129	85%	15%	89%	11%

Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

Abbildung 3 zeigt auch, dass Quality-Firmen deutlich weniger als Bond-Emittenten auftreten als Non-Quality-Firmen³. Wird neben der Qualität auch die Bewertung analysiert, dann ist der Anteil der Firmen mit ausstehenden Bonds innerhalb des teuren Qualitätssegmentes mit 64% am kleinsten, gefolgt von 77% des attraktiv bewerteten Qualitätssegmentes. Attraktiv bewertete Non-Quality-Firmen weisen den höchsten Anteil an Bond-Emittenten auf.

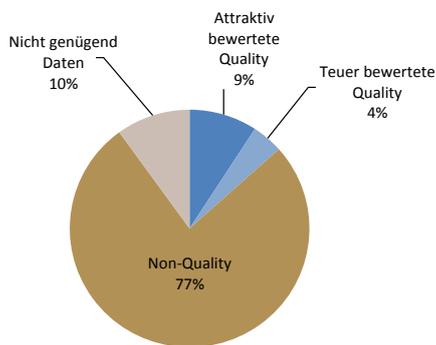
Selbstverständlich kann die Tatsache, dass eine Firma Bonds ausstehend hat oder nicht, kein Qualitätsmerkmal per se sein. Es zeigt sich aber, dass gerade grosskapitalisierte Firmen, welche in kapitalintensiven und stark regulierten Sektoren tätig sind, übervertreten sind. Die Analyse bekräftigt aber auch, dass eine Abstützung nur auf Ratings aus Sicht eines Quality-Investors nicht zielführend ist, da ein beträchtlicher Anteil von Quality-Firmen nicht oder kaum verschuldet ist, sondern sich mit Eigenmitteln und akkumulierten Reserven finanzierte.

³ Anhand der CEAMS Quality- und Bewertungssegmentation, welche nach dem 1. Schritt (quantitativ) des Investmentprozesses entsteht.

2.3 75% des Aktienmarktes besteht aus Non-Quality Firmen

Im vorherigen Abschnitt wurden die Firmen des S&P 500 hinsichtlich ihrer Bond-Emittenten-Tätigkeit nach unserer Definition analysiert. Bonds machen zusammen mit Aktien den Kapitalmarkt aus. Im Folgenden wird nun ebenfalls anhand des S&P 500 die Zusammensetzung des Aktienmarktes anhand von Qualitäts- und Bewertungskriterien untersucht. Dabei wird wiederum auf die systematische und langjährig erprobte CEAMS Qualitäts- und Bewertungssegmentierung zurückgegriffen⁴. In Abbildung 4 ist ersichtlich, dass über 3/4 des Aktienmarktes in den USA (Universum S&P 500) aus Non-Quality-Firmen besteht. Nur gerade knapp 15% aller Firmen im S&P 500 stellen Quality-Investments dar (ca. 10% des S&P 500 haben eine zu geringe Marktkapitalisierung sowie eine nicht genügende Datenqualität).

Abb. 4: Quality- und Bewertungssegmentierung S&P 500



Quellen: Bloomberg, CEAMS

Wird bei den Qualitätsfirmen auch die Bewertung berücksichtigt, dann sind lediglich ca. 9% des Investmentuniversums attraktiv bewertete Quality-Firmen. Ungefähr 4% sind teuer bewertete Quality-Firmen. Der breit gefächerte Referenzindex kann somit eigentlich nicht als Qualitätsindex bezeichnet werden. Dieser Befund mag auf den ersten Blick erstaunen. Doch im internationalen Vergleich steht der S&P 500 gut da, auch was die Anzahl von Quality-Firmen betrifft. Interessant ist jedoch, dass viele Investoren eine Abbildung dieses Indexes (oder auch von anderen regionalen Indizes) in Form von passiven Produkten verfolgen und dabei der Illusion von Diversifikation und Risikominimierung verfallen. Die Diversifikation ist bei dieser Konzentration von Non-Quality Firmen nicht gegeben. Eine Diversifikation, ausschliesslich aus der Anzahl von Investitionen hergeleitet, ist auch nicht stichhaltig. Akademische Studien weisen mehrheitlich auf einen marginalen zusätzlichen Diversifikationseffekt bei Portfolios mit mehr als 30 Titeln hin. Was das Risiko betrifft (Risiko aus einer Diversifikations-Optik wurde soeben behandelt), so lehnt sich CEAMS an die Prinzipien von Benjamin Graham an. Graham bezeichnete in seinem bereits 1949 erschienenen Buch „The Intelligent Investor“ das wirkliche Risiko einer Aktie im Verlust an Qualität und Gewinnkraft. In einem Index, in dem über 3/4 aller Aktien keine Qualität darstellen, kann daher kaum von Risikominimierung bei Investitionen in den Gesamtmarkt gesprochen werden.

⁴ Anhand der CEAMS Quality- und Bewertungssegmentation, welche nach dem 1. Schritt (quantitativ) des Investmentprozesses entsteht.

2.4 An den Kapitalmärkten dominiert Non-Quality – umso wichtiger ist es, für einen systematisch mittel- bis langfristig handelnden Investor auf die Qualität zu achten

Der vorliegende Bericht zeigt auf, dass in den Kapitalmärkten Non-Quality Firmen das Geschehen dominieren. Dies ist insofern problematisch, als für alle wirtschaftlichen Subjekte die gleichen betriebswirtschaftlichen Gesetzmässigkeiten gelten. Selbstverständlich können diese Gesetzmässigkeiten durch externe Einflüsse vorübergehend ausser Kraft gesetzt werden, so z.B. die künstlich tief gehaltenen Zinsen der Zentralbanken (kurz- und langfristige Zinsen), was Geld und somit Kapital jeglichen Zeitwert raubt. Mittel- bis langfristig kann sich aber niemand diesen Gesetzmässigkeiten entziehen. Die im Bericht bisher verwendeten Kriterien - d.h. ob die Emittenten ihre Kapitalkosten verdienen oder nicht sowie die Emission von Bonds - sind für einen systematisch agierenden Quality-Investor mit Sicherheit zu eindimensional. Sie widerspiegeln aber dennoch erste fundamentale, betriebswirtschaftliche Zusammenhänge und geben einen guten Überblick über die Verfassung des Kapitalmarktes. Da die gleichen betriebswirtschaftlichen Gesetzmässigkeiten für jedermann Gültigkeit haben, bedeutet dies, dass sich mittel- bis langfristig die Spreu vom Weizen trennen muss. Diese Notwendigkeit kann durch die vorher beschriebenen externen Einflüsse verzögert werden, sie kann aber nie aufgehoben werden. Aus dieser Sicht sind Quality-Firmen gut positioniert. Sie sind ja deshalb zu Recht die Stammzellen des Kapitalismus.

3. Investments heute: Sorgenlos !/?

Die staatlichen Budgetdefizite, mit Ausnahme Chinas, sind während den letzten Jahren in den grossen Wirtschaftsregionen gesunken. In allen wichtigen Volkswirtschaften ist ein reales GDP Wachstum zu verzeichnen. Die „Capacity Utilization“ der Industrie hat sich weltweit wieder erholt, die Arbeitslosigkeit ist in allen Regionen (Europa, USA, Japan) am Sinken. Die Verschuldung der Firmen hat stark abgenommen. Die Wachstumsraten der Geldmenge flachen ab. Das heisst, das Wachstum der Geldmenge stagniert. Mit Ausnahme Europas zieht in Folge dieser positiven Nachrichten auch die Inflation an, was vor allem für die grossen Schuldner eine frohe Botschaft bedeutet, reduziert sich doch deshalb die Kaufkraft ihrer Verpflichtungen. Hinzu kommt, dass sich die grossen Banken erholt haben. Sie verzeichnen wieder ansehnliche Gewinne, wenn die immer wieder anfallenden hohen Bussen auf Grund von Verfehlungen jedwelcher Art ignoriert werden, welche deren Gewinne als „One-Off“ belasten. Die Zentralbanken lassen sich zwar noch etwas Zeit, aber sie denken angesichts der lange ersehnten positiven Wirtschaftsnachrichten doch langsam auch laut darüber nach, ihre expansive Geldpolitik zu beenden. Ja, wie es scheint, ist die Finanzkrise nach mittlerweile langen 6 Jahren der Ungewissheit überwunden.

Die Wirtschaft ist deshalb frohen Mutes. Als Ausdruck davon sind die „Consumer Confidence“- und die „Business Confidence“-Indizes am Steigen. Auch die Kapitalmärkte sind begeistert. In einigen Sektoren wird wieder an einer aktiven Konsolidierung gearbeitet und Firmen-Übernahmen sind erneut an der Tagesordnung. Das beflügelt die Aktienmärkte, welche auch in diesem Jahr wiederum sehr ansehnlich gewachsen sind, mit der Ausnahme Japans, welches dafür im letzten Jahr (2013) einen rund 60%-Zuwachs verzeichnen konnte. Zwischen 5-8% betragen alleine bis zur Jahresmitte 2014 die Börsen-Zuwächse in den „entwickelten“ Börsen.

Die Volatilität der Aktienmärkte liegt auf historischen Tiefstwerten, was als starke Indikation dafür gilt, dass die Risiken als sehr gering angesehen werden. Die gehandelten Volumina sind zwar nicht sehr hoch, vor allem auch, weil viele (vor allem private) Investoren (noch) nicht auf den positiven Börsenzug aufgesprungen sind. Einige Marktteilnehmer gehen davon aus, dass wenn diese noch nicht investierten Marktteilnehmer auch noch auf den Zug aufspringen, die Börsen erst recht durch-

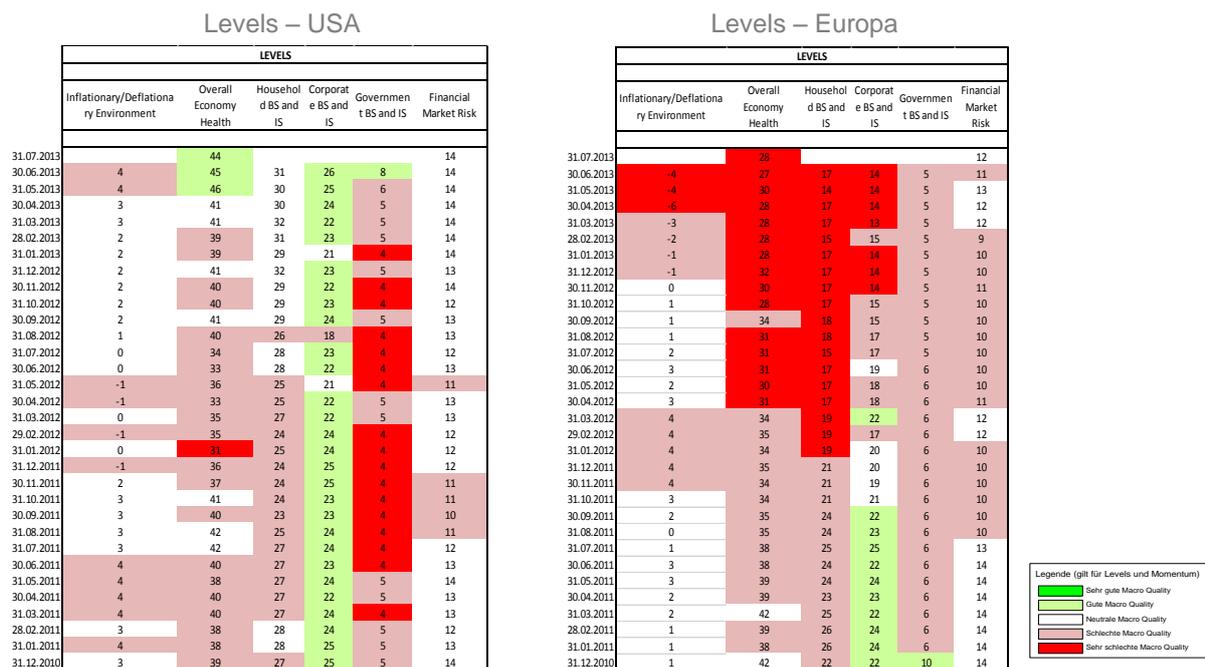
starten. Die Nachfrage nach Junk Aktien und auch nach Junk Bonds ist besonders gross, dies ein weiteres besonders starkes Zeichen dafür, wie positiv die Markt-Teilnehmer die Situation einschätzen. Junk Aktien verzeichnen deshalb ausgezeichnete Börsen-Ergebnisse und die Yields von Junk Bonds befinden sich nach einer mehrjährigen Rallye auf historischen Tiefstwerten. Wertpapiere von Qualitäts-Institutionen hingegen, sowohl im Aktien- wie auch Bondbereich, verzeichneten vor allem in den USA eine (im internationalen Vergleich) geringere Nachfrage. In Europa jedoch, ebenso in Japan und den Emerging Markets, sind Aktien und Bonds von Quality Institutionen, zumindest seit einigen Monaten, wieder beliebter geworden.

3.1 Folgen nun, nach Jahren der Unsicherheit und der Ungewissheit, Jahre der Sorglosigkeit?

Der Reihe nach. Die staatlichen Budgetdefizite nehmen zwar ab, aber es sind halt immer noch Defizite, womit sich die hohen staatlichen Schulden nicht verringern. Zudem haben die meisten Staaten ihre Bilanzen nach wie vor nicht im Griff und die Bestrebungen, dies zu ändern, sind nicht sichtbar. Die staatliche Bindung von Kapital erfolgt nach wie vor in den meisten grossen Volkswirtschaften ungesteuert, intransparent und unkontrolliert. Die realen GDP Wachstumsraten in den USA, Japan und Europa sind zwar steigend (spätestens seit der illegale Drogenhandel und die Prostitution nun auch noch in die Berechnung vieler Länder GDP's einfließen), aber auf tiefen und anfälligen Niveaus. Zudem sind die Zuwachsraten des Wachstumsmotors China rückläufig. Jedwelche GDP Angaben sind übrigens lediglich gut gemeinte Statistiken, die auf makroökonomischen Konzepten und Modellen basieren und nicht mit einer realen Buchhaltung unterstützt sind. Die Capacity Utilization hat sich zwar erholt, allerdings bei gesunkenen Kapazitäten. Die Arbeitslosigkeit ist am Sinken, aber nach wie vor, trotz einiger statistischer Tricks, mit Ausnahme Japans deutlich über dem Vorkrisenniveau. Die Verschuldung der Firmen hat abgenommen, das stimmt, aber den Löwenanteil machen dabei die grossen Banken aus, die sowohl ihre Eigenhandelsaktivitäten als auch ihre Working Capital Nachfrage reduziert haben. Das Geldmengenwachstum, welches im Kontext des wahrscheinlich bedeutendsten wirtschaftlichen Experiments der Menschheitsgeschichte enorm angestiegen ist, nimmt zwar ab oder es stagniert zumindest. Aber die Geldmenge wächst nach wie vor, wenn nur das Wachstum abflacht. Die Umlaufgeschwindigkeit der Geldmenge ist ungebrochen tief oder weiter am Sinken, was gleich bedeutend ist mit der Tatsache, dass das Geld nach wie vor nicht ausreichend den Weg in die Wirtschaft findet und im System (Banken, Zentralbanken, Staat) stecken bleibt. Die Inflationsraten, mit Ausnahme Europas sind seit einigen Monaten am Steigen, nachdem diese zwei Jahre stark sanken. Wie nachhaltig dies sein wird, wird sich weisen. Realeinkommen, die trotz tiefer Zinsen nicht vom Fleck kommen, sowie weitgehend seitwärts tendierende Rohstoffpreise suggerieren eigentlich eher ein Strohfeuer als eine nachhaltige Inflationssteigerung. Die grossen Banken scheinen über dem Berg zu sein, aber wirklich prüfen lässt sich dies nicht. Nach wie vor sind Bankbilanzen kaum zu verstehen, da ein grosser Teil der Anlagenwerthaltigkeit mit proprietären bankinternen Instrumenten ermittelt wird. Die Tatsache aber, dass der Interbankenmarkt sich seit Ausbruch der Krise kaum erholt hat und Banken ihre Überschussliquidität ungebrochen lieber den Zentralbanken (sogar bei Negativzinsen) als ihren Mitbewerbern anvertrauen, spricht im Wesentlichen noch nicht dafür, dass die Banken sich nachhaltig erholt haben.

Werden die „Confidence“-Indizes betrachtet, so kann beobachtet werden, dass die Konsumenten und Geschäftsleute frohen Mutes sind. Die Sparquoten sind aber ungebrochen hoch und in Europa sinkt die CAPEX (Capital Expenditures) der Unternehmen seit einigen Monaten wieder. Dem für die „Confidence“-Indizes gesprochenen Wort folgen also keine Taten. Die gesteigerte Zuversicht lässt sich nicht in einem gesteigerten Konsum oder in einer grösseren Investitionslust wieder erkennen.

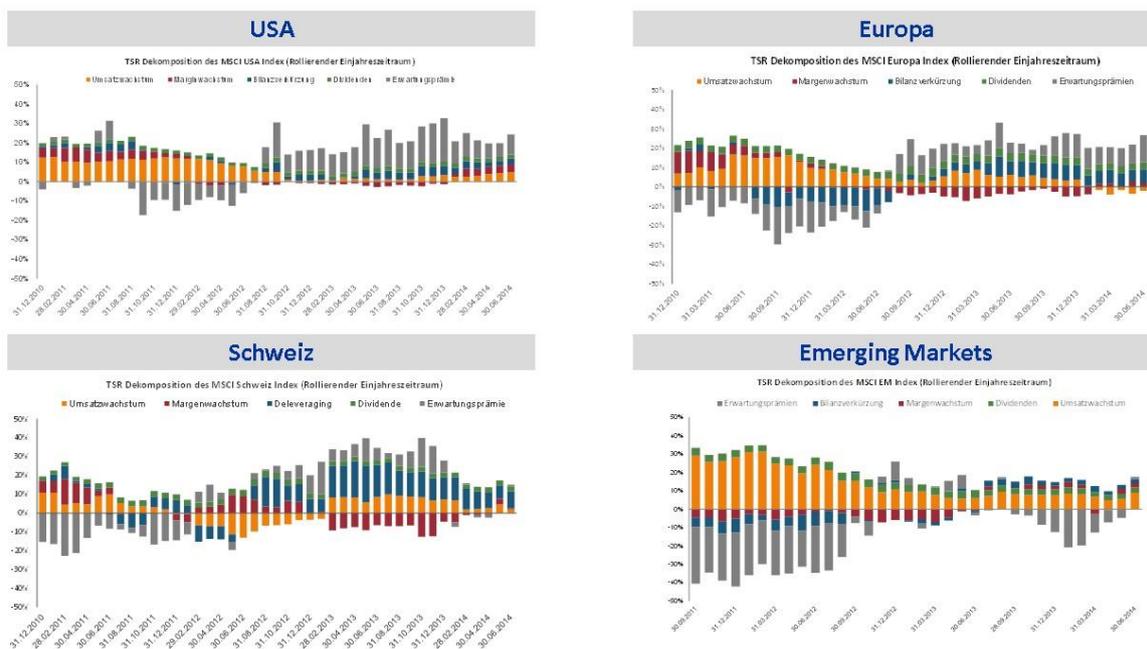
Abb. 5: Macro Quality-Analyse USA und Europa per 30.06.2014



Quellen: Bloomberg, CEAMS

Übernahmen sind zwar wieder en Vogue, das ist unübersehbar, und die Konsolidierung schreitet voran. Lange herrschte bei diesem Thema Funkstille. Die lange Zurückhaltung der Unternehmensführer, die oft riesigen Cash Bestände der Unternehmen (die zum Teil wegen steuerlichen Gründen nicht ausgeschüttet werden können), die historisch tiefen Zinsen, der aufkeimende Mut der Investmentbanken, das sich vermeintlich aufhellende Wirtschaftsgeschehen und natürlich auch da und dort getrübt organische Wachstumsaussichten, dürften hinter diesen gehäuften Übernahmen stehen. Die Aktienmärkte haben sich in den letzten Jahren unübersehbar äusserst erfolgreich entwickelt und den Investoren namhafte Gewinne beschert. Ein schöner Ausgleich also für die ernüchternden Ergebnisse aus den Obligationenmärkten. Tatsache ist und bleibt aber, dass die operativen Ergebnisse der Unternehmen weit hinter der Börsenentwicklung her hinken und sich deshalb, mit Ausnahme allenfalls der Schweiz, substantielle Erwartungsprämien aufgebaut haben (vgl. Abbildung 6). Das heisst, die Firmen müssen erst einmal den operativen Beweis antreten, dass sie in der Lage sind, in diese hohen Bewertungen hineinzuwachsen. Die letzten Ergebnisse zeigen aber einmal mehr, dass es vielen Unternehmen zwar recht gut geht, sie aber vor allem im Umsatz und der Gewinnentwicklung grosse Mühe bekunden, die Bewertungen zu rechtfertigen. Die erzielten Performances an den Börsen weisen deshalb keine besonders hohe Qualität aus. Dabei gilt es zu bedenken, dass die guten Ergebnisse mit einem geringen Marktvolumen zu Stande gekommen sind und umgekehrt, auch mit geringen Volumina, zur Umkehr gebracht werden können.

Abb. 6: TSR-Analyse für die regionalen Indizes in den USA, Europa, Schweiz und Emerging Markets per 30.06.2014



Quellen: Bloomberg, CEAMS

Die tiefen Volatilitäten und die grosse Nachfrage nach Junk, sowohl im Bond - wie auch im Aktienmarkt, lassen auf eine ausgeprägte Sorglosigkeit der Investoren in den letzten Jahren schliessen. In den USA scheint die Sorglosigkeit anzuhalten. In Europa, Japan, der Schweiz und den Emerging Markets ist zumindest in den letzten Monaten ein Umdenken erkennbar. Die Junk Bond Yields haben sich von ihren historischen Tiefpunkten gewendet, ebenso beginnen Junk Aktien z.B. in Europa einen Einbruch zu erleiden, während Wertpapiere von qualitativ hochwertigeren Institutionen sowohl im Bond wie auch im Aktienbereich wieder mehr Aufwind geniessen. In den USA dürfte dies in kürzester Zeit auch auftreten, die Yields von Junk Bonds hatten noch nie tiefere Werte als heute gesehen. Waren diese dennoch annähernd tief, hatte sich in der Vergangenheit das Blatt jeweils sehr schnell gewendet, zugunsten von Qualitätswertpapieren.

3.2 Soll man nun die nächsten Monate die Finger von Aktien lassen?

Unsere CEAMS Asset Allocation Modelle, die auf der Basis von einer systematischen Macro Quality Analyse aufgesetzt sind, sehen einen leichten, aber weitgehend noch zu vernachlässigenden Rückgang (im 1% Bereich) der Aktienquoten, aber diese befinden sich immer noch auf klar überdurchschnittlichen Niveaus.

CEAMS geht davon aus, dass man heute die bestehende Datenflut nutzen muss, um systematisch, diszipliniert und regelmässig die Macrosituation und das Potenzial für Aktien zu ermitteln. Wie soeben festgestellt, ergeben diese Modell-Analysen noch kein speziell besorgniserregendes Bild, allerdings wird das Bild monatlich aufdatiert, und in einer Monats-zu-Monatsbetrachtung kann sich die Situation doch recht schnell auch verändern. Die oben dargestellten Zusammenhänge sprechen sicher nicht dafür, dass man nun völlig sorglos investieren kann und nun Jahre der Sorglosigkeit folgen würden.

Grundsätzlich geht CEAMS davon aus, dass man immer Quality Aktien im Portfolio haben sollte - nach einer bereits bestehenden oder sich abzeichnenden (USA) Trendumkehr bei Junkanlagen – erst recht.



4. CEAMS Quality Schweiz Performancerückblick⁵ 1. Semester 2014

4.1 Fortsetzung der guten Aktienmarktdynamik in der Schweiz im 1. Halbjahr 2014

Im ersten Halbjahr 2014 setzten die Aktienmärkte (mit Ausnahme des japanischen Aktienmarktes, der Verluste verzeichnete) ihren Aufwärtstrend der letzten Jahre fort. Der breit gefasste Swiss Performance Index (SPI) notierte zur Jahresmitte gute 7.9% höher als am Jahresanfang. Ausschlaggebend für diese Performance waren die weiterhin hohe Liquiditätsversorgung seitens der Notenbanken, die attraktiven Bewertungen von Aktien im Vergleich zu Anleihen sowie ein sich aufhellendes Wirtschaftswachstum in der Schweiz.

Der CEAMS Quality Schweiz Composite, der ausschliesslich in attraktiv bewertete Qualitätstitel investiert und folglich alle Non-Quality sowie teuer bewertete Quality Unternehmen systematisch ausschliesst, generierte trotz der sehr starken Performance von teuer bewerteter Quality sowie des Non-Quality Segments eine Performance, die knapp über dem Benchmarkniveau lag (vgl. Tabelle 1).

Tabelle 1: Performance CEAMS Quality Schweiz Composites per 30.06.2014⁶

Quality Composite	YTD	2004 2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	1Y	3Y p.a.	5Y p.a.	Annual Return	Since Inception	Alpha	Tracking Error	Information Ratio	Inception Date
Switzerland (CHF)	8.2%	94.1%	-42.7%	30.0%	12.0%	-11.6%	17.3%	24.5%	22.4%	12.8%	13.9%	8.1%	126.0%	0.5%	6.7%	0.13	01.01.2004
SPI (CHF)	7.9%	74.8%	-34.0%	23.2%	2.9%	-7.7%	17.7%	24.6%	16.6%	14.1%	12.6%	7.5%	113.4%	-	-	-	
Out-/Underperformance	0.4%	19.3%	-8.7%	6.8%	9.0%	-3.9%	-0.4%	-0.1%	5.7%	-1.4%	1.3%	0.6%	12.6%	-	-	-	

Quellen: Bloomberg, PerTools, CEAMS

⁵ 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.

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

- Annualisiertes Alpha (risikoadjustiert)



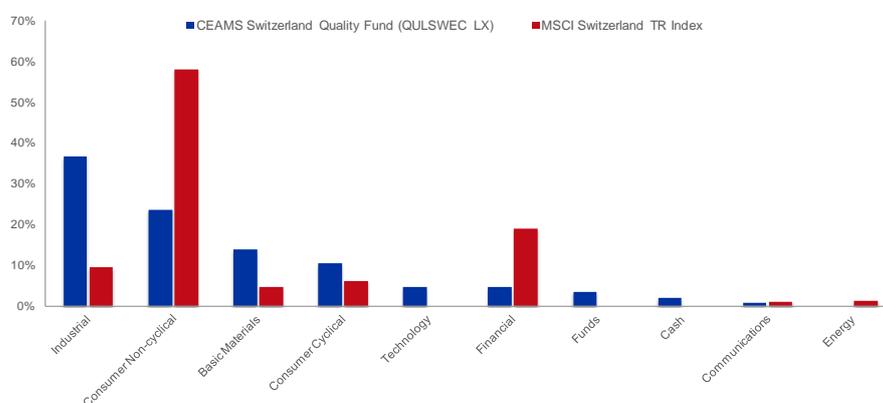
4.2 Performance Attribution CEAMS Quality Schweiz YTD 2014 – Sektorale Sicht

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 die Benchmark für die folgende Performance-Attribution der MSCI Switzerland Net TR). Bei dieser Betrachtung gilt es allerdings hinzuzufügen, dass die CEAMS Aktienauswahl ausschliesslich Bottom-Up erfolgt, die Sektorallokation also ein Ergebnis aus der Selektion darstellt.

▪ Sektorale Betrachtung in der Schweiz – überwiegend positive Selektionseffekte

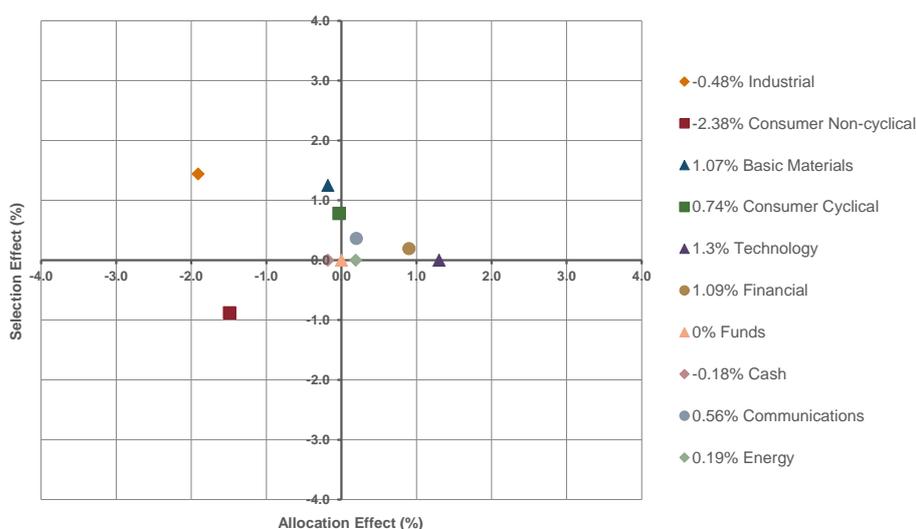
Die CEAMS Aktienauswahl ergab eine Übergewichtung der Sektoren Industrie, zyklischer Konsum, Rohstoffe und Technologie sowie eine Untergewichtung der Sektoren nicht-zyklischer Konsum, Financials und Energie (vgl. Abbildung 7 und 8).

Abb. 7: Signifikante Über-/Untergewichtungen in den Sektoren aufgrund von „Best-Overall“-Ansatz Quality Schweiz Portfolio (01.01.2014-30.06.2014 - Durchschnittliche Sektorengewichtung vs. MSCI Switzerland Index)



Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

Abb. 8: Quality Schweiz Performance-Attribution nach Sektoren vs. MSCI Switzerland Index (01.01.2014 bis 30.06.2014)



Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS



Aus Allokationssicht (vgl. Abbildung 7 und 8) hatte vor allem die Übergewichtung im Sektor Industrie sowie die Untergewichtung beim nicht-zyklischen Konsum einen negativen relative Performanceeffekt. Im Industriesektor (z.B. Sika) konnte dieser allerdings in der Summe durch den stark positiven Selektionseffekt fast wieder wettgemacht werden. Ebenfalls trugen der Allokationseffekt im Technologiesektor und Financials (Untergewichtung) sowie Selektionseffekte im Kommunikations- (z.B. U-Blox), Rohstoff- (z.B. Givaudan) und zyklischen Konsumsektor (z.B. Mobilezone) positiv zur Performance bei. Ein negativer Selektionseffekt ist ausschliesslich im nicht-zyklischen Konsumsektor zu erwähnen.

4.3 Die operative Performance der Schweizer Unternehmen Ende Juni 2014

▪ 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 Juni 2014 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 bewertet als die jeweilige Benchmark.

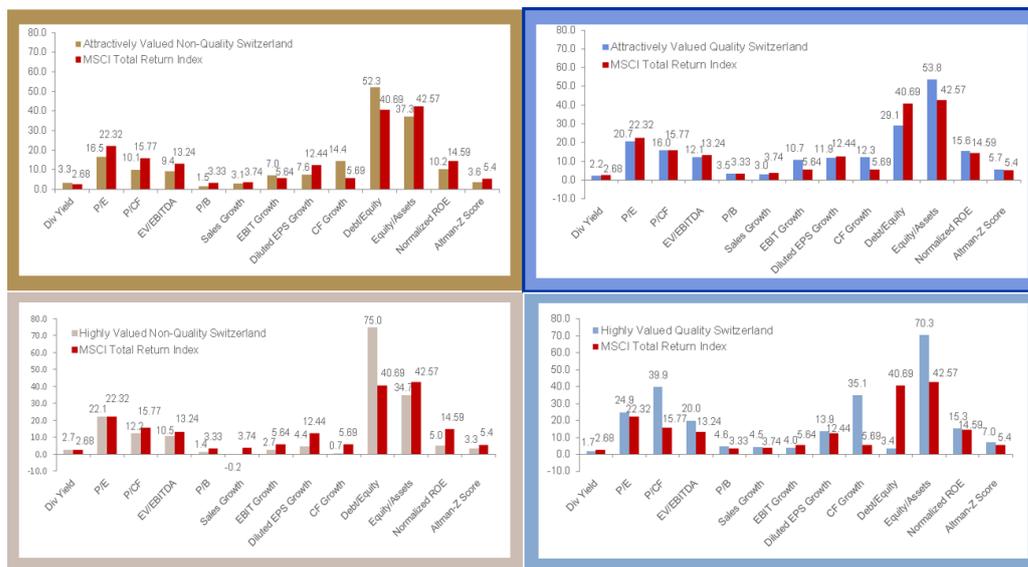
▪ Das typische „attraktiv bewertete Quality Unternehmen“ in der Schweiz im Vergleich

Das typische attraktiv bewertete CEAMS Quality Unternehmen aus der Schweiz (oben rechts in der Graphik – vgl. Abbildung 9) 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 gute Wachstumskennzahlen und wies eine Bewertung auf, die gesamthaft gesehen leicht unter der Benchmark (in diesem Fall MSCI Switzerland) lag.

Im Vergleich haben die Non-Quality Firmen in der Schweiz eine unterdurchschnittliche Profitabilität, unvorteilhaftere Finanzierungsstrukturen und tendenziell unterdurchschnittliche Wachstumsraten (Ausnahme EBIT & Cash Flow Growth von attraktiv bewerteten Non-Quality Firmen) bei unterschiedlichen Bewertungsprofilen. Teure Quality zeigte ebenfalls sehr gute betriebswirtschaftliche Quality Merkmale, per Ende Juni 2014 ein Benchmark ähnliches Wachstum (Ausnahme Cash Flow Growth) sowie eine stolze Bewertung.



Abb. 9: Unterschiedlicher fundamentaler Charakter für die verschiedenen Qualitäts- und Bewertungssegmente in der Schweiz Ende Juni 2014 (Median Methode)⁷



Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

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

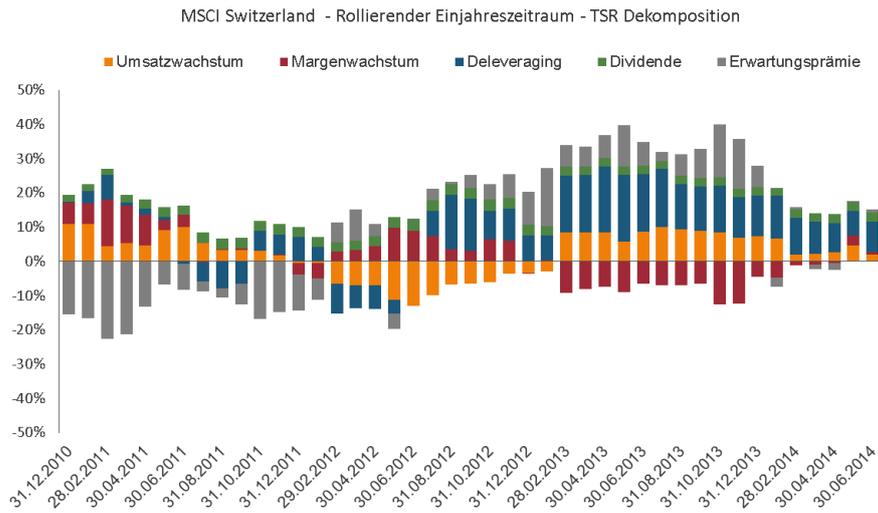
Eine wichtige Frage beim Verständnis einer Aktienperformance ist deren Qualität, das heisst, ob ein in einer spezifischen Periode erreichter Total Shareholder Return (TSR) auch tatsächlich durch operative Ergebnisse unterstützt wird oder nicht. Eine Aufspaltung der Performance nach Beiträgen zum TSR 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) seit Herbst 2012 bis Ende 2013, abgesehen von einer konstanten Dividende und einem steigenden Umsatzwachstum, immer weniger durch operative Verbesserungen (vor allem negatives Margenwachstum) und immer mehr durch anteilige Schuldenreduktion (Reduktion der Verschuldung im Verhältnis zum Unternehmenswert) sowie die Erwartungsprämie getrieben wurde (vgl. Abbildung 10). Der Trend hat sich im ersten Halbjahr 2014 teilweise fortgesetzt. Die Schuldenreduktion war weiterhin der treibende Faktor der Performance sowie ein Umsatzwachstum auf geringem Niveau. Die Erwartungsprämie dagegen blieb auf konstantem Niveau.

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.



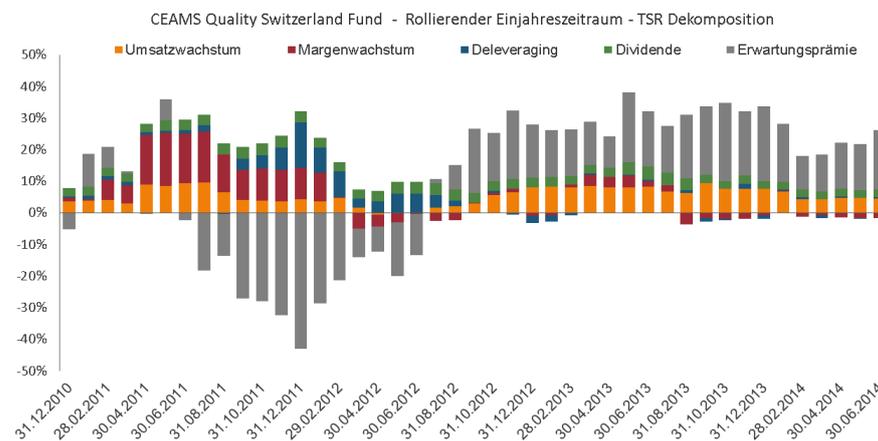
Abb. 10: TSR Dekomposition des MSCI Switzerland Index – 01.01.2010 bis 30.06.2014



Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

Das CEAMS Quality Schweiz Portfolio konnte dagegen nicht von einer anteiligen Schuldenreduktion profitieren (Quality Firmen besitzen eine kerngesunde Bilanz und haben daher keine Schuldenreduktion nötig). Dafür wurde es von einer guten operativen Performance (stark positives Umsatzwachstum) unterstützt. Quality Firmen wiesen jedoch eine höhere Erwartungsprämie auf (vgl. Abbildung 11). Die Margen der Quality Firmen, die deutlich höher sind als die Margen des Gesamtmarktes, sanken leicht.

Abb. 11: TSR Dekomposition des Quality Schweiz Portfolios – 01.01.2010 bis 30.06.2014



Quellen: Bloomberg, CEAMS



4.4 CEAMS Quality Schweiz Performancecharakter

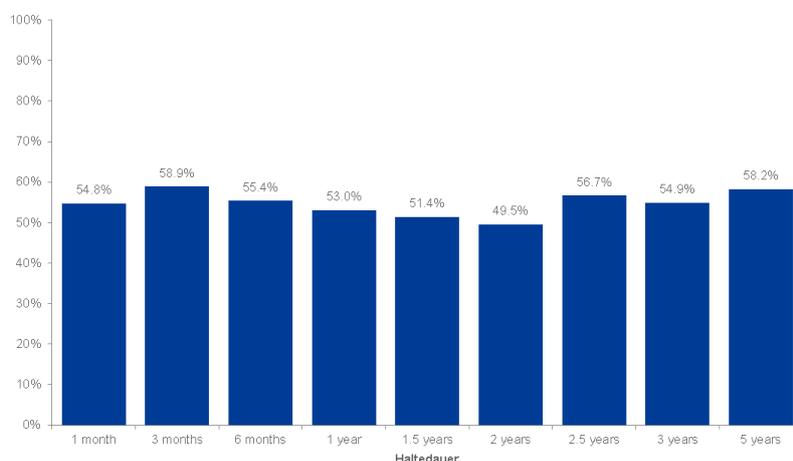
4.4.1 Beschrieb Performancecharakter

Der von der CEAMS begründete Quality Aktienanlagestil hat einen auf das Jahr 1998 zurückgehenden Performancecharakter, der zwischen 1998 und 2003 auf Papier besteht und ab 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 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.

4.4.2 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 einen mittelfristigen Anlagehorizont haben. Dies kommt in der Analyse der historischen Performance, welche die Outperformancehäufigkeit über verschiedene Haltedauern aufführt (vgl. Abbildung 12), zum Ausdruck. Im Zeitraum von 2004 bis Ende Juni 2014 hat das CEAMS Quality Portfolio in der Schweiz ab einer Haltedauer z.B. von zwei Jahren in mindestens 50% aller rollierenden Zweijahresperioden eine Outperformance generiert.

Abb. 12: Historische Outperformancehäufigkeit CEAMS Quality Switzerland Composite (01.01.2004 – 30.06.2014 - 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

4.4.3 Downside Protektion in schwierigen Marktphasen, gutes Verhalten im Aufschwung

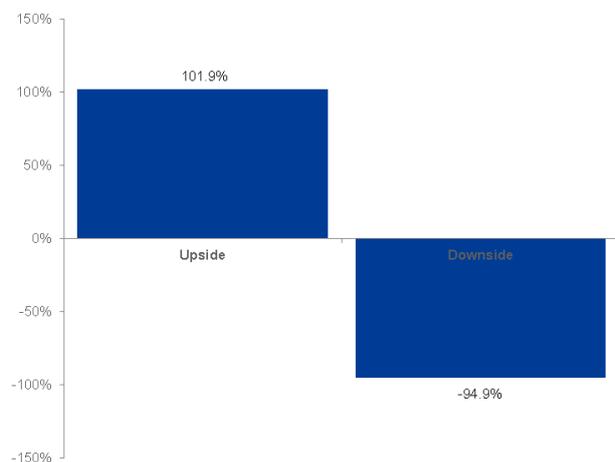
Sowohl in Auf- wie auch in Abschwungphasen zeigte das Schweizer Quality Portfolio im Vergleich zur Benchmark einen besseren Performancecharakter. In Abschwungphasen zeigte das Quality Portfolio

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

eine Protektion, indem es im Schnitt weniger verlor als die Benchmark (SPI Index). Darüber hinaus konnte das durchschnittliche Quality Portfolio die Benchmark in Aufschwungphasen übertreffen (vgl. Abbildung 13 Capture Ratio anhand der monatlichen Performance des CEAMS Quality Schweiz Composites).

Abb. 13: Capture Ratio CEAMS Quality Schweiz Composite (Durchschnittliche Capture Ratio 01.01.2004 – 30.06.2014)



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

Quellen: Bloomberg, CEAMS, Benchmark: SPI Index

4.5 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 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.

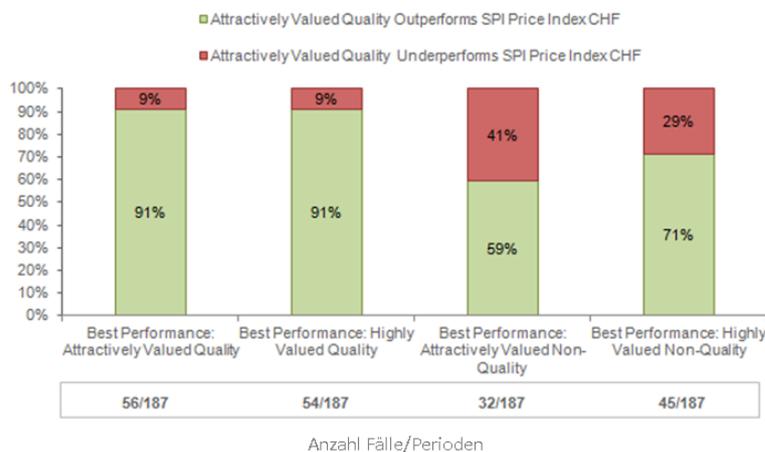
- **CEAMS Quality im Quality- & Bewertungskontext relativ zum Markt – grösstes Risiko, wenn attraktiv bewertete Non-Quality das beste Ergebnis liefert**

In der Folge wird für die Schweiz aufgezeigt, wie sich das attraktiv bewertete Qualitätssegment verhalten hat, wenn einer 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 187 rollierende 12-Monatsperioden von Januar 1998 bis Juni 2014 analysiert. Generell hatten die CEAMS Quality Portfolios 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 32 aller 187 12-Monatsperioden vorkam, konnte das attraktiv bewertete Qualitätssegment in 59% der Fälle die Benchmark schlagen (vgl. Abbildung 14).

In den ersten 6 Perioden in 2014 konnte das Segment der attraktiv bewerteten Quality Firmen viermal, das Segment der attraktiv bewerteten Non-Quality Firmen zweimal am besten performen. Nichtsdestotrotz war attraktiv bewertete Quality in allen sechs Perioden in der Lage die Benchmark (SPI Index) zu schlagen.

Abb. 14: Outperformancehäufigkeit CEAMS CE Corporate Quality Indices® Switzerland, wenn ein anderes Quality-/Bewertungssegment am besten performte (Rollierende Einjahreszeiträume - 01.01.1998 – 30.06.2014)



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 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 15 aufgezeigt, wie sich das attraktiv bewertete Qualitätssegment relativ zur Benchmark (MSCI Switzerland) verhielt, wenn einer der Anlagestile Growth, Value oder Quality der beste unter den drei Anlagestilen war.

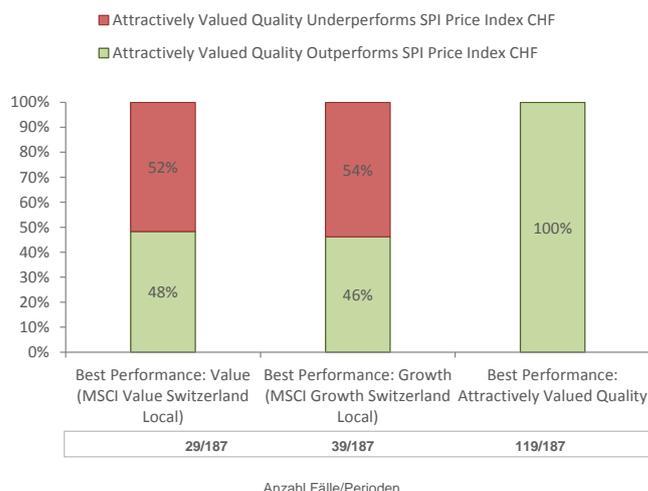
In den ersten sechs 12-Monatsperioden in 2014 war Quality in allen Perioden der beste der drei Anlagestile und konnte jeweils die Benchmark (SPI) outperformen.

Das langfristige Bild 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 119 der insgesamt 187 12-Monatsperioden vor.

Wenn Value der beste Anlagestil war, hielten sich die Anzahl der Out- und Underperformancephasen gerade die Waage. Am meisten Mühe bereitete dem Schweizer Quality Segment, wenn Growth der beste Anlagestil war. Growth war in 39 der 187 12-Monatsperioden der beste Anlagestil. In diesem Fall betrug die Outperformancehäufigkeit von Quality lediglich 46%.



Abb. 15: Outperformancehäufigkeit CEAMS CE Corporate Quality Indices® Switzerland, wenn ein anderer Anlagestil besser war (Rollierende Einjahreszeiträume - 01.01.1998 – 30.06.2014)



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 16 ist die Performance von Value, Growth und Quality für den Schweizer Aktienmarkt in den drei verschiedenen Zyklen 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 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 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 diese auch honorieren. Auch im ersten Halbjahr 2014 konnte sich Quality klar vor Value und Growth durchsetzen.

Abb. 16: Performancevergleich von Value, Growth und Quality in den Zyklen 1998 – 2003, 2004 – 2007, 2008 – Juni 2014, sowie YTD 2014

	Switzerland		
	Value	Growth	Quality
01.01.2014. - 30.06.2014.	6.01%	3.69%	7.88%
01.06.2007. - 30.06.2014.	-33.01%	2.05%	14.28%
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



5. CEAMS Quality Europa Performancerückblick 1. Semester 2014

5.1 Das Gute Momentum in Europa hielt auch im 1. Semester 2014 an

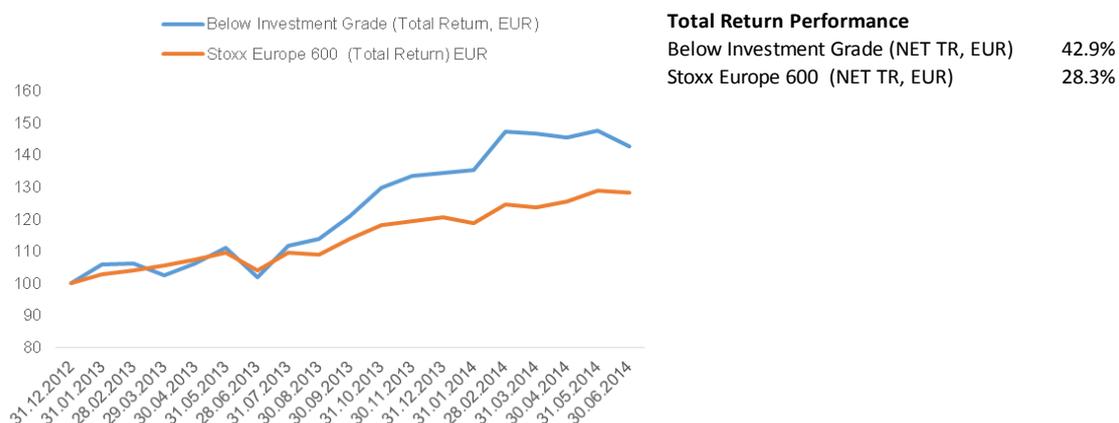
Der europäische Aktienmarkt konnte das gute Momentum von 2013 auch im ersten Semester 2014 fortsetzen. Der STOXX 600 gewann in den ersten 6 Monaten des Jahres 2014 6.2% an Wert dazu. Die treibenden Kräfte hinter dieser Performance sind einerseits die altbekannten Faktoren wie die weiterhin hohe Liquiditätsversorgung seitens der Notenbanken, sowie die immer noch attraktiven Bewertungen von Aktien im Vergleich zu Anleihen. Auf der anderen Seite konnten einige der Sorgenländer in Europa wie z.B. Portugal mit positiven Nachrichten aufwarten, in dem das Land ankündigte, im Sommer den Euro-Rettungsschirm verlassen zu wollen.

5.2 Ambivalentes Bild der Qualitäts- und Bewertungssegmente in Europa

Im Gegensatz zum letzten Jahr, in dem in Europa und auch in den meisten anderen Märkten Non-Quality dominierte, war das Bild im ersten Semester 2014 nicht mehr einheitlich. Vor allem in Europa besannen sich die Investoren wieder auf Qualitäts- und Bewertungskriterien, sprich sie schenken dem Risikosaspekt wieder vermehrt Beachtung. Dieses Verhalten fand seinen Niederschlag in der guten Performance des attraktiv bewerteten Quality-Segmentes.

In Abbildung 17 wird die Aktienperformance der Unternehmen mit einem Non-Investment Grade Rating von Standard & Poors mit der des Gesamtmarkts verglichen. Auch in dieser Analyse ist zu erkennen, dass Non-Quality Unternehmen nicht mehr per se dominant waren wie im letzten Jahr.

Abb. 17: Performancevergleich Stoxx 600 Index vs. europäische Aktien mit einem Non-Investment Grade Rating (01.01.2013-30.06.2014)



Quellen: Bloomberg, CEAMS



Das CEAMS Quality Europa Composite erzielte in den ersten 6 Monaten 2014 eine Performance, die mit 0.4% leicht unter der Benchmarkperformance lag. Absolut betrachtet konnte der CEAMS Quality Europa Composite seinen Preis um 5.8% steigern, wogegen die Benchmark 6.2% an Wert zulegte. Seit Lancierung des CEAMS Quality Europa Composite kann gegenüber der Benchmark jedoch eine deutliche Outperformance sowie ein positives annualisiertes Alpha ausgewiesen werden (vgl. Tabelle 2).

Tabelle 2: Performance CEAMS Quality Europe Composite per 30.06.2014¹⁰

Quality Composite	YTD	2004 2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	1Y	3Y p.a.	5Y p.a.	Annual Return	Since Inception	Alpha	Tracking Error	Information Ratio	Inception Date
Europe (EUR)	5.8%	103.7%	-42.4%	34.6%	23.7%	-6.4%	16.0%	15.1%	21.0%	9.3%	14.8%	9.5%	158.2%	2.7%	7.5%	0.35	01.01.2004
Stoxx 600 Net TR (EUR)	6.2%	75.8%	-43.8%	32.4%	11.6%	-8.6%	18.2%	20.8%	23.2%	11.1%	14.0%	6.9%	102.4%	-	-	-	
Out-/Underperformance	-0.4%	27.9%	1.4%	2.2%	12.0%	2.2%	-2.1%	-5.7%	-2.2%	-1.7%	0.8%	2.5%	55.8%	-	-	-	

Quellen: Bloomberg, PerTools, CEAMS

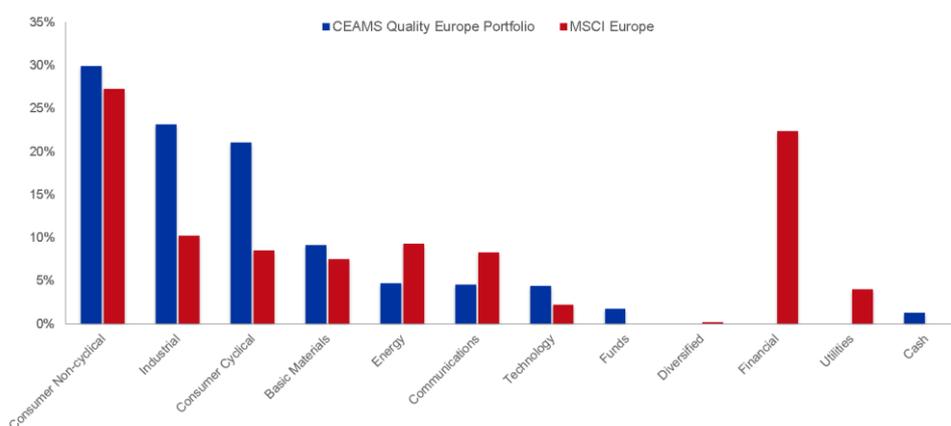
5.3 Performance Attribution CEAMS Quality Europa YTD 2014 – Sektorale Sicht

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 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 aus der Selektion darstellt.

▪ Sektorale Betrachtung: Selektion im Industriesektor lieferte grössten sektoralen Beitrag

Die CEAMS Aktienauswahl ergab eine Übergewichtung in den Sektoren zyklischer Konsum, Industrie, nicht-zyklischer Konsum und Rohstoffe sowie eine Untergewichtung der Sektoren Finanzen, Energie, Versorger und Kommunikation (vgl. Abbildung 18 und 19).

Abb. 18: Signifikante Über-/Untergewichtungen in den Sektoren aufgrund von „Best-Overall“-Ansatz Quality Europa Portfolio (01.01.2014-30.06.2014 - Durchschnittliche Sektorengewichtung vs. MSCI Europe)



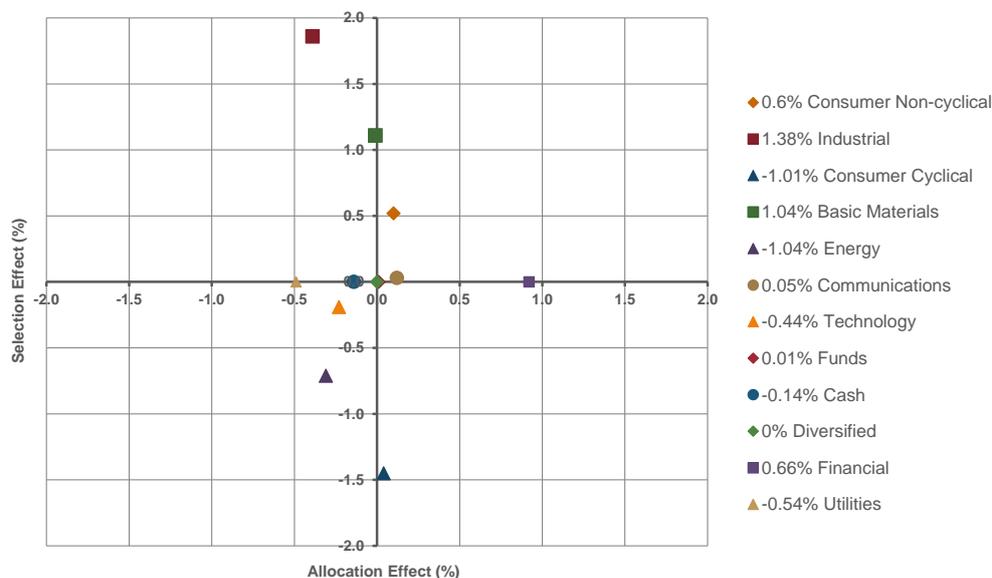
Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

¹⁰ -Composite: inkl. Transaktionskosten; Dividenden reinvestiert; ohne Mgt.-Gebühren. Die Composite Definitionen sind auf Anfrage erhältlich

- Annualisiertes Alpha (risikoadjustiert)



Abb. 19: Quality Europa Performance Attribution nach Sektoren vs. MSCI Europe Index in EUR (01.01.2014 bis 30.06.2014)



Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

Da die Performance des Quality Composites in etwa auf Benchmarkniveau YTD per Ende Juni 2014 lag, hielten sich die positiven und negativen Performanceeffekte in der Summe die Waage. Um die Zusammensetzung der relativen Performance aufzuzeigen, können aus Abbildung 19 folgende Attributionsfaktoren (+ = positiver Performanceeffekt / - = negativer Performanceeffekt) identifiziert werden:

- + Selektion im Industriesektor (z.B. Legrand, Tenaris, Geberit)
- + Selektion im Rohstoffsektor (z.B. Givaudan)
- + Selektion im nicht zyklischen Konsumsektor (z.B. Smith & Nephew)
- + Attribution (Untergewichtung) im Finanzsektor
- Selektion im zyklischen Konsumsektor (z.B. Nokian, Adidas, Burberry)
- Selektion im Energiesektor (z.B. BG Group)
- Allokation (Untergewichtung) im Versorgungssektor
- Allokation (Übergewichtung) im Technologiesektor

5.4 Die operative Performance der europäischen Unternehmen – Ende Juni 2014

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

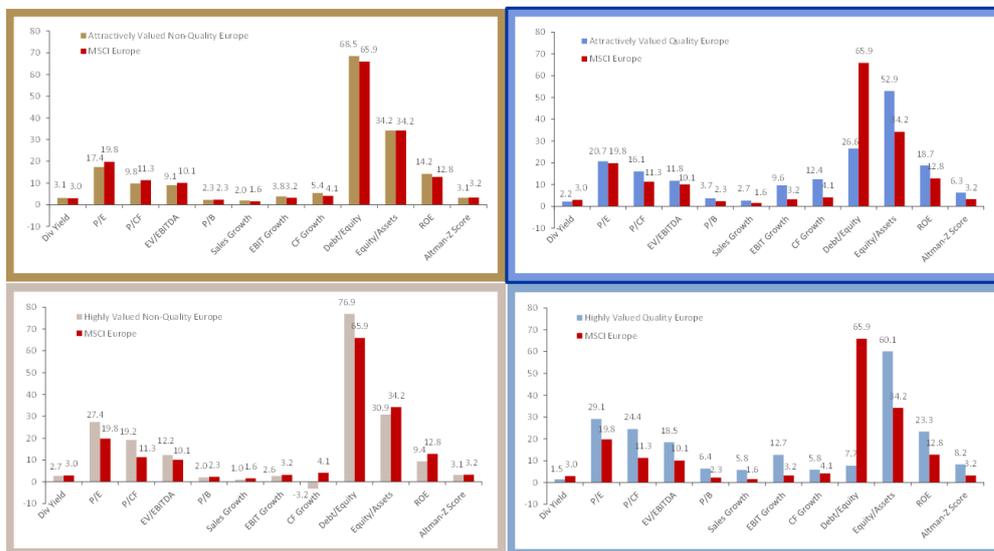
Die CEAMS unterteilt das Investmentuniversum in vier Segmente: teuer und attraktiv bewertete Quality sowie teuer und attraktiv bewertete Non-Quality. Wenn die Leistungskennziffern der jeweils zugeordneten Unternehmen summiert und verdichtet werden, so ergeben sich im Vergleich zum Markt mit Stichtag Ende Juni 2014 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 Bewertungs niveau als die 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 20) ist überdurchschnittlich profitabel, sehr solide finanziert und weist einen deutlich besseren Altman-Z Score (ein Indiz der Konkursgefahr eines Unternehmens) auf, als das durchschnittliche Benchmarkunternehmen. Die Wachstumsraten sind durchwegs über Benchmarkniveau. Die Bewertungskennzahlen liegen einen Tick höher als das Marktniveau. Im Vergleich hierzu zeigt der Blick auf die teuer bewertete Quality vergleichbare WachstumsKennzahlen, jedoch mit unterschiedlichen Ausprägungen. Gleichzeitig ist die Bewertung eines Unternehmens aus dem teuer bewerteten Qualitysegment deutlich über Benchmarkniveau. Das fundamental schlechteste Segment per Ende Juni 2014 ist das teuer bewertete Non-Quality Segment. Das durchschnittliche Unternehmen aus diesem Segment ist sowohl aus Quality-, als auch aus Wachstums- und Bewertungsicht deutlich schlechter als die Benchmark und die übrigen Segmente.

Abb. 20: Unterschiedlicher Fundamental-Charakter für die verschiedenen Qualitäts- und Bewertungssegmente in Europa Ende Juni 2014 (Medianmethode)¹¹



Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

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

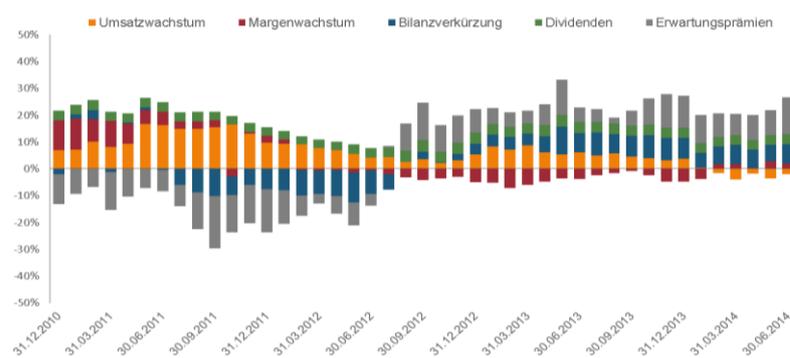
Eine wichtige Frage beim Verständnis einer Aktienperformance ist deren Qualität, das heisst, ob ein in einer spezifischen Periode erreichter Total Shareholder Return (TSR) auch tatsächlich durch operative Ergebnisse unterstützt wird oder nicht. Eine Aufspaltung der Performance nach Beiträgen zum TSR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

¹¹ 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.



Die TSR-Analyse für den MSCI Europe Index zeigt, dass die Haupttreiber der Börsenperformance nach wie vor die Schuldenreduktion im Verhältnis zum Unternehmenswert (Bilanzverkürzung) sowie die Erwartungsprämie sind. Operativ betrachtet lieferte über die letzten Monate, neben der Bilanzverkürzung, einzig die Dividendenrendite einen konstanten Beitrag zur TSR. Das Umsatzwachstum verharrte jüngst unter dem Nullpunkt, was einer Zerstörung von TSR entsprach. Der TSR-Beitrag des Margenwachstums war stark schwankend, konnte aber in den letzten Monaten wieder einen positiven Anteil liefern (vgl. Abbildung 21).

Abb. 21: TSR Dekomposition des MSCI Europe Index – 01.01.2010 bis 30.06.2014



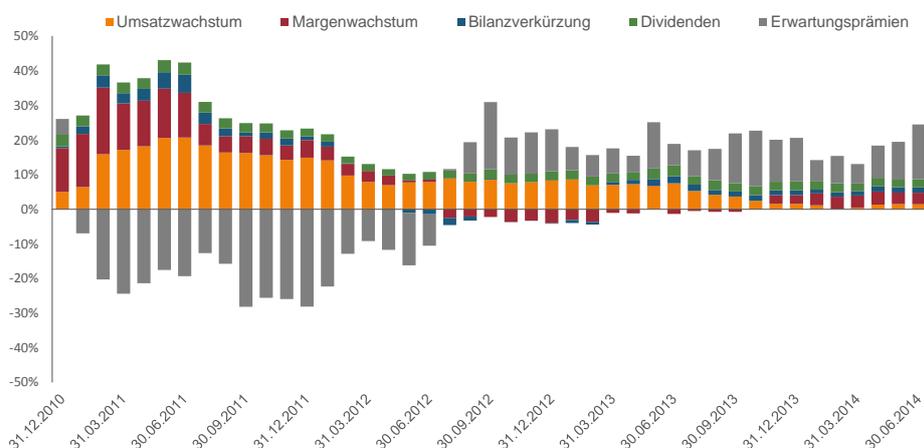
Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

Im Vergleich zum Markt lieferten alle TSR-Komponenten im Quality Europa Portfolio einen positiven Beitrag (vgl. Abbildung 22). Zwar baute sich im Quality Europa Portfolio ebenfalls eine erhebliche Erwartungsprämie auf, doch blieben alle operativen TSR-Komponenten, insbesondere das Margenwachstum im positiven Bereich. Neben einer ebenfalls konstanten Dividendenrendite war der Beitrag des Umsatzwachstums ebenfalls seit Beginn der TSR-Messung konstant positiv. Der TSR-Effekt, welcher aus steigenden Margen generiert wird, war in letzter Zeit auch wieder wertschaffend 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 ein Deleveraging weniger notwendig war.

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



Abb. 22: TSR Dekomposition des Quality Europa Portfolios – 01.01.2010 bis 30.06.2014



Quellen: Bloomberg, CEAMS

5.5 Kurzfristiger Vergleich der Quality Anbieter in Europa– Underperformance 2014 für fast alle

Die Performancespannweite von Quality-Anbietern war im ersten Semester 2014 relativ gross (-2.3% bis +8.4%). Der CEAMS Quality Europa Equity Fund zählte mit einer Outperformance von knapp 1% zu den besten Quality-Instrumenten im ersten Halbjahr. Wie vorhergehend in Abbildung 23 dargestellt, hatte das teuer bewertete Qualitysegment YTD per Ende Juni 2014 einen relativ schweren Stand. Dies widerspiegelte sich auch in der Performance der Quality-Anbieter die einen grossen Growth Bias hatten (vgl. Abbildung 23).

Abb. 23: YTD-Performance 2014 von verschiedenen Quality Anbietern per Ende Juni 2014

	6 months
STOXX Europe 600 (Net Return) EUR	6.19%
Julius Baer Multipartner - Quality Europe Equity Fund	7.2%
CB Fonder European Equity Fund	-2.3%
Noramco Quality Funds - Europe	3.8%
W&W Quality Select Aktien Europa	6.9%
Spaengler Quality Growth Europe	3.3%
DB Platinum IV - Croci Euro	8.3%
MSCI Europe Quality Net USD Index	8.4%
MSCI Daily Net TR Europe Euro	6.2%

per 30.06.2014

Quellen: Bloomberg, CEAMS,

Für einen langfristigen Vergleich der Quality Anbieter wird auf Kapitel 5.6.5 verwiesen.



5.6 CEAMS Europa Quality Performancecharakter

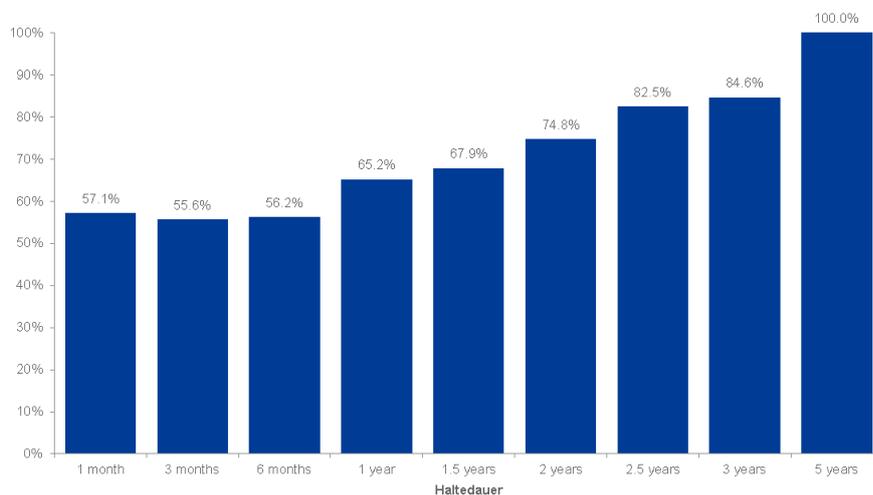
5.6.1 Beschrieb Performancecharakter

Der von der CEAMS begründete Quality Aktienanlagestil hat einen auf das Jahr 1998 zurückgehenden Performancecharakter, der zwischen 1998 und 2003 auf Papier besteht und ab 2004 real umgesetzt wird. Dieser Charakter ist im Fachbuch „Systematische Investments in Corporate Excellence“ (Verlag NZZ, 2006) detailliert beschrieben¹². 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 untersuchte¹³. 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.

5.6.2 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 einen mittelfristigen Anlagehorizont haben. Dieser Performancecharakter kommt in der Analyse der historischen Performance, welche die Outperformancehäufigkeit über verschiedene Haltedauern aufführt (vgl. Abbildung 24), deutlich zum Ausdruck. Im Zeitraum von 2004 bis Ende Juni 2014 hat das CEAMS Quality Portfolio in Europa z.B. in knapp 75% aller rollierenden Zweijahresperioden eine Outperformance (gegenüber Stoxx 600 TR) generiert. Eine längere Haltedauer führte dabei generell auch zu einer höheren Outperformancehäufigkeit.

Abb. 24: Historische Outperformancehäufigkeit CEAMS Quality Europe Composite (01.01.2004 – 30.06.2014 - 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

¹² Vgl. Ph. Weckerlin, M. P. Hepp, „Systematische Investments in Corporate Excellence“, 2006, Verlag Neue Zürcher Zeitung

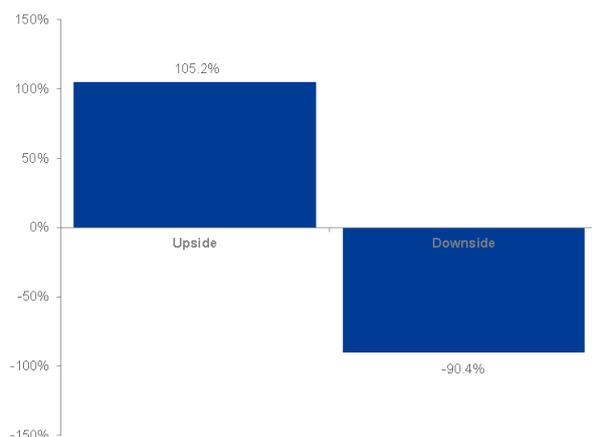
¹³ Vgl. „Quality as an independent Investment Style“, Dr. W. Gerdes (Ph. D. M.I.T.), 2009 – Studie ist auf Anfrage erhältlich



5.6.3 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 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 25 Capture Ratio anhand der monatlichen Performance des CEAMS Quality Europa Composites).

Abb. 25: Capture Ratio CEAMS Quality Europe Composite (Durchschnittliche Capture Ratio 01.01.2004 – 30.06.2014)



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

5.6.4 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. 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 liefert**

Abbildung 26 zeigt, wie sich das attraktiv bewertete Qualitätssegment 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 187 rollierende 12-Monatsperioden von Januar 1998 bis Juni 2014 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 den anderen Märkten erkennbar und wurde im Buch „Systematische Investments in Corporate Excellence“¹⁴ bereits ausführlich dargelegt. In diesem Szenario, das in 61 aller 187 12-Monatsperioden vorkam, konnte das attraktiv bewertete Qualitätssegment lediglich in

¹⁴ Vgl. Ph. Weckherlin, M. P. Hepp, „Systematische Investments in Corporate Excellence“, 2006, Verlag Neue Zürcher Zeitung



33% der Fälle die Benchmark schlagen (vgl. Abbildung 26). War eines der beiden Non-Quality Segmente das Beste, was allerdings deutlich weniger häufig vorkam (teure Non-Quality in 34 und attraktiv bewertete Non-Quality in 21 der insgesamt 187 Perioden), war die Outperformancehäufigkeit des attraktiv bewerteten Quality-Segementes mit 90% (attraktiv bewertete Non-Quality) bzw. 74% (teuer bewertete Non-Quality) deutlich höher.

Die letzten 6 Perioden in 2014 zeigten eine deutliche Dominanz des teuer bewerteten Non-Quality Segments. Dieses zeigte die beste Performance in allen sechs Perioden. In nur einer dieser Perioden konnte das attraktiv bewertete Qualitätssegment die Benchmark (STOXX 600 Price Index) schlagen.

Abb. 26: Outperformancehäufigkeit CEAMS CE Corporate Quality Indices® Europe, wenn ein anderes Quality-/ Bewertungssegment am besten performte (Rollierender Einjahreszeitraum - 01.01.1998 – 30.06.2014)



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 ein wichtiger Baustein, um den Performancecharakter von Quality zu verstehen. Dazu wird unten stehend aufgezeigt (Abbildung 27), wie sich das attraktiv bewertete Qualitätssegment relativ zur Benchmark verhielt, wenn einer der Anlagestile Growth, Value oder Quality der beste unter den drei Anlagestilen war.

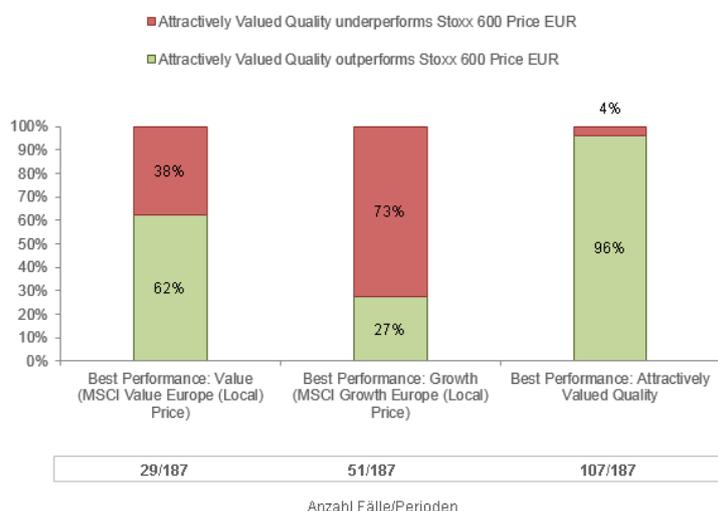
In den ersten sechs 12-Monatsperioden in 2014 war Value in fünf Perioden der beste der drei Anlagestile. Attraktiv bewertete Quality konnte in nur einem der fünf Value-dominierten Perioden die Benchmark schlagen.

Das langfristige Bild 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 107 aller 187 rollierenden 12-Monatsperioden 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 war.



Mehr Mühe bereitete dem europäischen Quality Segment, wenn Growth der beste Anlagestil war. In diesem Fall betrug die Outperformancehäufigkeit von Quality lediglich 27%. Dieses Szenario kam in 51 Perioden aller 187 rollierenden 12-Monatsperioden vor.

Abb. 27: Outperformancehäufigkeit CEAMS CE Corporate Quality Indices® Europa, wenn ein anderer Anlagestil besser war (Rollierende Einjahreszeiträume - 01.01.1998 – 30.06.2014)



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 der Abbildung 28 ist die Performance von Value, Growth und Quality in den drei verschiedenen Zyklen 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 Juni 2014 hat sich dieses Verhältnis aber gedreht und Growth hat deutlich besser abgeschnitten. In den ersten 6 Monaten in 2014 konnte sich wieder Value vor Growth positionieren.

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. YTD 2014 erzielte Quality die beste Performance, gefolgt von Value und Growth.

Abb. 28: Performancevergleich von Value, Growth und Quality in den Zyklen 1998 – 2003, 2004 – 2007, 2008 –Juni 2014

	Europe		
	Value	Growth	Quality
01.01.2014. - 30.06.2014.	3.20%	2.59%	4.13%
01.06.2007. - 30.06.2014.	-28.18%	0.40%	-5.82%
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

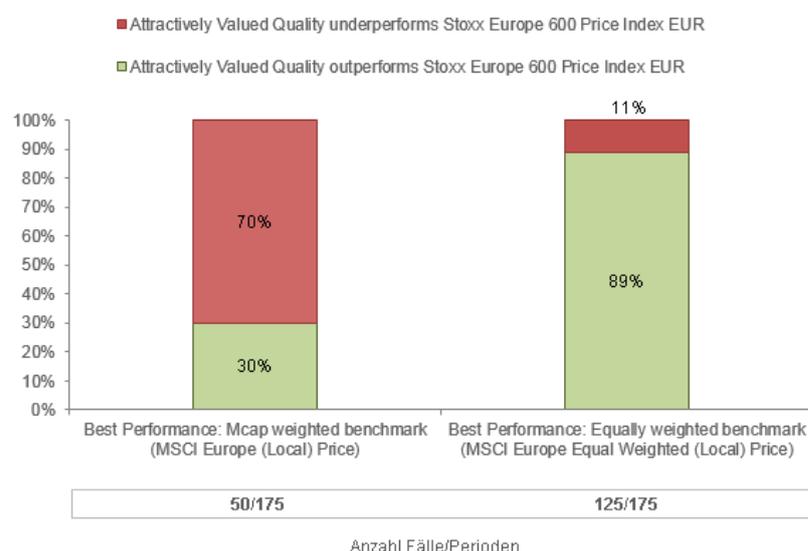


- **Der Gleichgewichtungseffekt – grösstes Risiko, wenn kapitalgewichtete Indizes besser als gleichgewichtete Indizes abschneiden**

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-Monatsperioden - wenn der gleichgewichtete Index besser war als der kapitalgewichtete (vgl. Abbildung 29).

War die kapitalgewichtete Benchmark am besten, konnte der STOXX 600 nur in 30% übertroffen werden. Der Fall, dass der kapitalgewichtete Benchmark am besten war traf allerdings nur in 50 aller 175 rollierenden 12-Monatsperioden ein.

Abb. 29: Outperformancehäufigkeit CEAMS CE Corporate Quality Indices® Europa, wenn ein kapitalgewichteter oder gleichgewichteter Index die bessere Performance erzielte (Rollierende Einjahreszeiträume - 01.01.1999 – 30.06.2014)



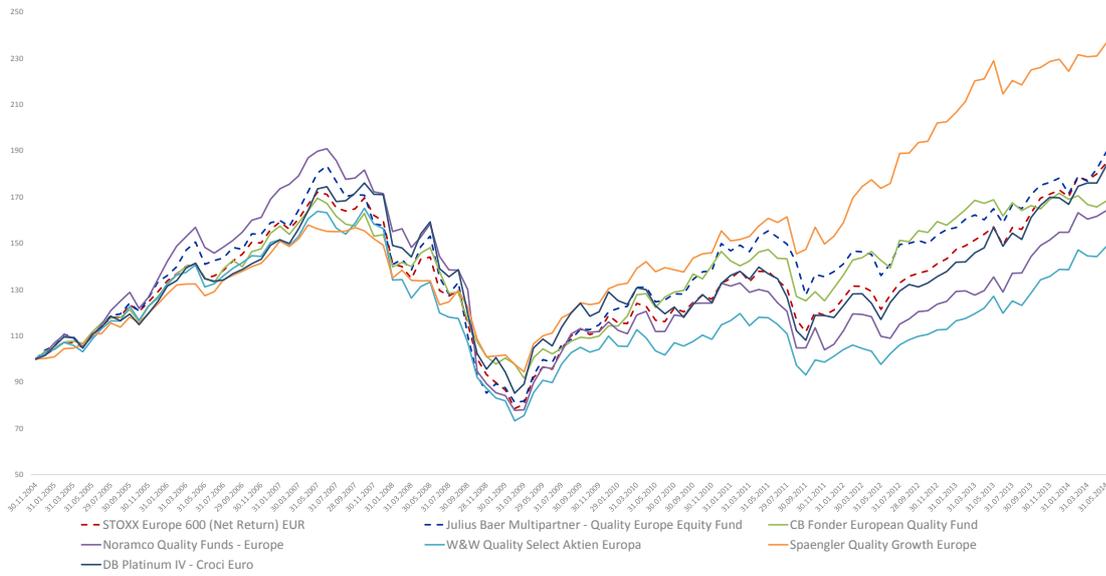
Die CEAMS CE Corporate Quality Index® Familie ist ein Führungsinstrument. Es segmentiert das Aktienuniversum nach Qualität und Bewertung. Aktien gleichgewichtet, in lokaler Währung gerechnet, ohne Dividenden, Transaktionskosten und Management Fee; Benchmark: Stoxx 600 Price Index EUR
Quellen: Bloomberg,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

5.6.5 Vergleich mit Konkurrenz in Europa – CEAMS schneidet langfristig sehr gut ab

CEAMS als Pionier des systematischen Quality Anlagestils auf internationaler Ebene hat während ihrer Tätigkeit eine Reihe von Konkurrenten identifiziert, vor allem in den USA, die seit mehreren Jahren glaubwürdig eine Quality Strategie mit einer realen Performance geliefert haben. In Europa ist die Anzahl von Quality-Anbietern im Vergleich zur USA etwas geringer. Die Konkurrenten haben zum Teil die Möglichkeit, ausserhalb der Benchmark zu investieren (z.B. im Small-Cap Segment) oder sie haben zum Teil eine deutliche Ausrichtung auf Quality Growth. Eine hundertprozentige Vergleichbarkeit besteht daher nicht, aber eine Annäherung ist möglich. Der Vergleich zeigt, dass CEAMS in Europa (Quality Europe Equity Fund) seit Lancierung bis Ende Juni 2014 die zweitbeste Gesamtpformance erreicht hat (vgl. Abbildung 30). Übertroffen wurde der CEAMS Quality Fund einzig vom Spangler Quality Growth Fund Europa, der von der Growth Dominanz insbesondere in den Jahren 2012 und 2013 profitieren konnte.



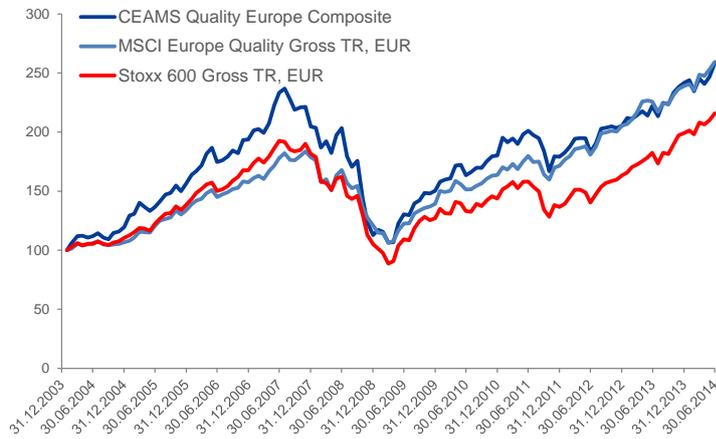
Abb. 30. Performancevergleich von Asset Managern mit einer Quality Strategie in Europa



Quellen: Bloomberg, CEAMS

Seit jüngster Zeit ist MSCI mit Qualityindizes am Markt in Erscheinung getreten. Der „Live Trackrecord“ ist sehr kurz, der grosse Teil der Ergebnisse basiert auf Backtesting. Dabei gilt es zusätzlich zu beachten, dass die Performance dieser Indizes keine Kosten berücksichtigt, während bei der Performance des CEAMS Quality Europa Composites Transaktionskosten berücksichtigt wurden. Es zeigt sich auch hier, dass CEAMS (trotz des unvoreilhaften Vergleichs aufgrund der Kosten) per Ende Juni 2014 gleich gut war wie der MSCI Quality Index (vgl. Abbildung 31).

Abb. 31: Performancevergleich von verschiedenen systematischen Quality Strategien Europa



Quellen: Bloomberg, CEAMS



6. CEAMS Quality USA Performancerückblick 1. Semester 2014

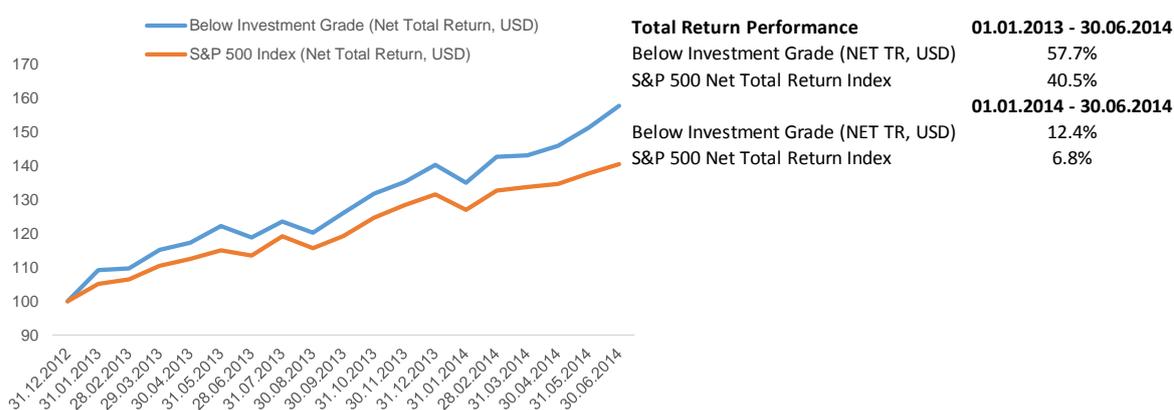
6.1 Beschleunigte Dynamik in den USA in 2014

Der S&P 500 Gross Total Return Index notierte Ende Juni 2014 7.1% höher als am Jahresanfang. Ausschlaggebend für diese Performance waren das kontinuierliche Quantitative Easing des Fed, das trotz Tapering weiterhin die Märkte mit Liquidität versorgt, die attraktiven Bewertungen der U.S. Aktien im Vergleich zu Anleihen sowie weiterhin positive volkswirtschaftliche Anzeichen in den USA.

6.2 U.S. Aktienmarkt Rally vor allem bei Non-Quality

Das gute Abschneiden der Non-Quality Titel war bereits 2013 zu beobachten. Mittel- und langfristig sind wir überzeugt, dass attraktiv bewertete Qualitätstitel wieder das Geschehen vorantreiben werden. Die ersten Anzeichen hierfür sind auch schon in Europa, Japan und den Emerging Markets erkennbar.

Abb. 32: Performancevergleich S&P 500 Index vs. U.S. Aktien mit einem Non-Investment Grade Rating



Quellen: Bloomberg, CEAMS, S&P

In Abbildung 32 wird die Aktienperformance der Unternehmen mit einem Non-Investment Grade Rating von Standard & Poors mit der des Gesamtmarkts verglichen. Auch hier sticht die dominante Outperformance von Non-Quality Unternehmen im ersten Halbjahr 2014 klar hervor. Während der Gesamtindex S&P 500 eine Performance von 6.8% erzielte, erreichten Unternehmen mit einem Non-Investment Grade Rating eine Aktienperformance von 12.4%.



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 Performance von 3.3% und konnte aufgrund der sehr guten Performance der Non-Quality Segmente in der ersten Jahreshälfte nicht mit der Benchmarkperformance von 7.1% mithalten (vgl. Tabelle 3).

Tabelle 3: Performance CEAMS Quality Composites per 30.06.2014¹⁵

Quality Composite	YTD	2004 2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	1Y	3Y p.a.	5Y p.a.	Annual Return	Since Inception	Alpha**	Tracking Error	Information Ratio	Inception Date
USA (USD)	3.3%	68.5%	-32.2%	39.3%	19.6%	2.6%	8.5%	32.8%	20.7%	12.4%	17.5%	10.7%	190.6%	2.9%	6.0%	0.49	01.01.2004
S&P 500 Gross TR (USD)	7.1%	42.1%	-37.0%	26.5%	15.1%	2.1%	16.0%	32.4%	24.6%	16.6%	18.8%	7.7%	118.9%	-	-	-	
Out-/Underperformance	-3.8%	26.4%	4.8%	12.9%	4.6%	0.5%	-7.5%	0.4%	-3.9%	-4.2%	-1.3%	2.9%	71.7%	-	-	-	

Quellen: Bloomberg, PerTools, CEAMS

6.3 Performance Attribution CEAMS Quality USA YTD 2014 – Sektorale Sicht

Die CEAMS Quality USA Aktienausswahl erzielte in der ersten Jahreshälfte eine Underperformance von 3.8% gegenüber der Benchmark. Die folgende Performance Attribution verdeutlicht, woher diese Underperformance herrührt. 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 Aktienausswahl ausschliesslich Bottom-Up erfolgt, die Sektorallokation also ein Ergebnis aus der Selektion darstellt.

Sektorale Betrachtung in den USA

Die CEAMS Aktienausswahl ergab eine deutliche Übergewichtung des Sektors zyklischer Konsum und eine Übergewichtung der Sektoren Technologie und Industrie zu Lasten der Sektoren Finanz, Kommunikation und Versorger, welche signifikant untergewichtet waren (vgl. Abbildung 33).

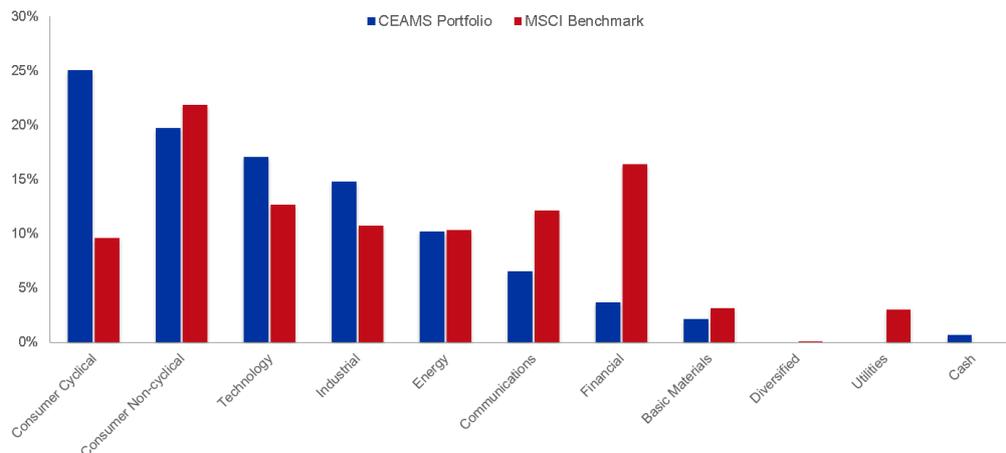
Aus Allokationsicht (vgl. Abbildungen 33 & 34) resultierte in der ersten Jahreshälfte eine geringfügige Underperformance relativ zur Benchmark von 0.5%. Die positiven Allokationseffekte, die aus der Untergewichtung von Finanz- und Kommunikations- sowie der Übergewichtung von Technologietiteln resultierten, wurden vor allem durch den negativen Allokationseffekt aufgrund der Übergewichtung von zyklischen Konsumtiteln aufgezehrt.

Im Gegensatz zum Vorjahr, in dem aufgrund der Titelselektion innerhalb der Sektoren eine Outperformance erzielt wurde, litt unser CEAMS Quality USA Portfolio in der ersten Jahreshälfte an der Titelselektion. Hier ist vor allem der negative Selektionseffekt innerhalb der zyklischen Konsumtitel hervorzuheben. Qualitätstitel, wie das auf Lederwaren fokussierte Unternehmen Coach, der auf Möbel und Haushaltswaren spezialisierte Einzelhändler Bed, Bath & Beyond und der Spielzeughersteller Mattel trugen massgeblich zu diesem negativen Selektionseffekt bei.

¹⁵ Composite: inkl. Transaktionskosten; Dividenden reinvestiert; ohne Mgt.-Gebühren. Die Composite Definitionen sind auf Anfrage erhältlich
Annualisiertes Alpha (risikoadjustiert)

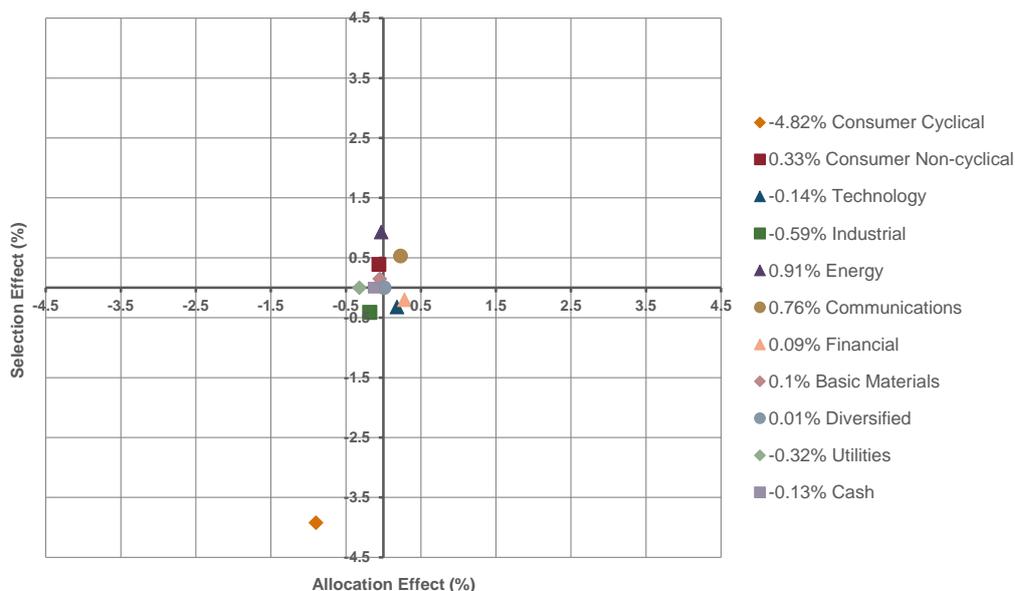


Abb. 33: Signifikante Über-/Untergewichtungen in den Sektoren aufgrund von „Best-Overall“-Ansatz Quality USA Portfolio (01.01.2014-30.06.2014 - Durchschnittliche Sektorengewichtung vs. MSCI USA Index)



Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

Abb. 34: Performance Attribution nach Sektoren des CEAMS Quality USA Portfolios vs. MSCI USA Index (01.01.2014 – 30.06.2014)



Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

6.4 Die operative Performance der Unternehmen in den USA – Ende Juni 2014

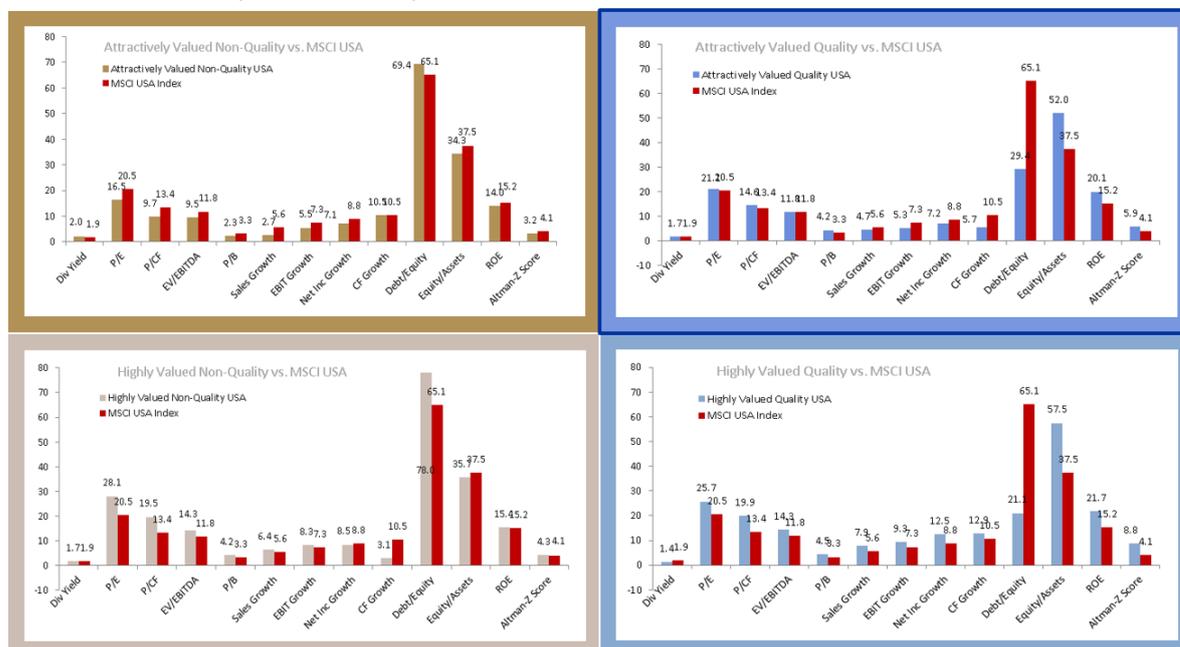
▪ Was befand sich im Portfolio – CEAMS Quality im Vergleich zu Non-Quality und teurer Quality

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 Juni 2014 vier typische Unternehmensprofile (mit der Mediamethode berechnet).



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

Abb. 35: Unterschiedlicher Fundamental-Charakter für die verschiedenen Qualitäts- und Bewertungssegmente in den USA Ende Juni 2014 (Medianmethode)¹⁶



Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

Das typische attraktiv bewertete CEAMS Quality Unternehmen aus den USA (oben rechts in der Graphik – vgl. Abbildung 35), 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 der Konkursgefahr eines Unternehmens). Es erzeugte ein geringfügig niedrigeres Wachstum als der Markt und weist eine attraktive Bewertung auf, die mit Ausnahme der P/B Ratio praktisch auf Marktniveau lag.

Teure Quality zeigt sogar noch bessere betriebswirtschaftliche Quality Merkmale, erzeugte ein beachtliches Wachstum, ist aber auch signifikant teurer bewertet als attraktiv bewertete Quality und der Markt.

Im Vergleich zeigen die Non-Quality Firmen in den USA eine durchschnittliche Profitabilität und schwächere Finanzierungsstrukturen.

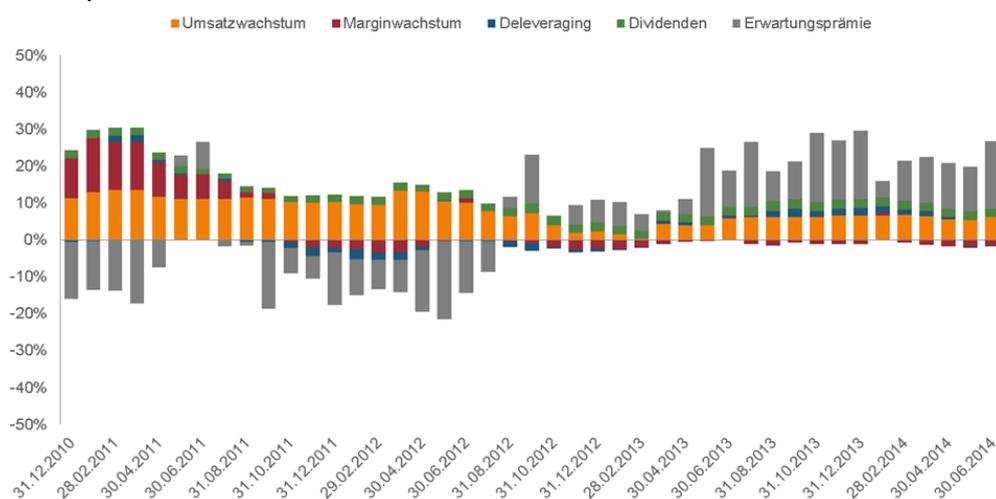
¹⁶ Diese Ergebnisse stellen die Performance des ersten rein quantitativen Schrittes im CEAMS Investmentprozess dar und unterscheiden sich von der Auswahl und Performance der CEAMS Quality Portfolios.



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

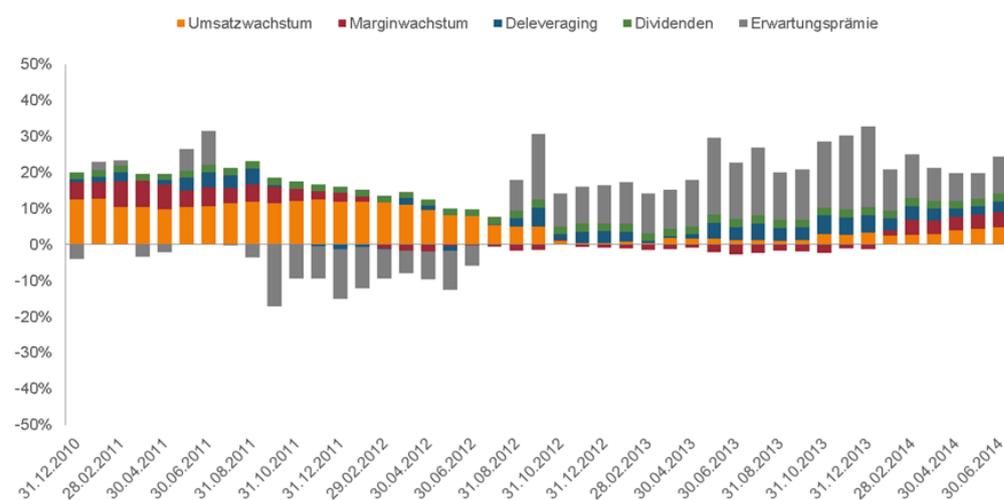
Eine wichtige Frage beim Verständnis einer Aktienperformance ist deren Qualität, das heisst, ob ein in einer spezifischen Periode erreichter Total Shareholder Return (TSR) auch tatsächlich durch operative Ergebnisse unterstützt wird oder nicht. Eine Unterteilung der Performance nach Beiträgen zum TSR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

Abb. 36: TSR Dekomposition des CEAMS Quality USA Portfolios – 01.01.2010 – 30.06.2014 (Rollierende Einjahreszeiträume)



Quellen: Bloomberg, CEAMS

Abb. 37: TSR Dekomposition des MSCI USA Index – 01.01.2010 – 30.06.2014 (Rollierender Einjahreszeitraum)



Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS



Der Vergleich macht deutlich, dass die Performance des CEAMS Quality USA Portfolios im Vergleich zum Gesamtmarkt (MSCI USA Index) mehr durch Umsatzwachstum und weniger durch Schuldenabbau abgestützt war (vgl. „Umsatzwachstum“ und „Deleveraging“ in Abbildungen 36 & 37). Die CEAMS Quality Selektion überzeugt nämlich aufgrund der von uns eingesetzten Qualitätskriterien, unter anderem durch starke Bilanzen, die keinen Schuldenabbau erfordern.

Während das überdurchschnittlich hohe Umsatzwachstumsprofil des CEAMS Quality USA Portfolios weiterhin anhält, stellen wir seit Anfang 2014 fest, dass die Margen der Unternehmen in unseren CEAMS Quality USA Portfolios leicht unter Druck geraten sind, während die des Gesamtmarktes sich deutlich erholt haben. Diese Tatsache ist gut verkraftbar, da die Margen bei den Qualitätsunternehmen des CEAMS Quality USA Portfolios von einem signifikant höheren Ausgangsniveau sinken und die des Gesamtmarkts von einer merklich tieferen Basis steigen.

Anzumerken bleibt, dass seit Mitte 2013 ca. die Hälfte des Total Shareholder Returns sowohl für das CEAMS Quality USA Portfolio als auch für den MSCI USA Index auf gestiegenen Erwartungsprämien seitens der Investoren beruht. Höhere Erwartungsprämien für Qualitätsunternehmen - mit solider Finanzierung, erprobten Geschäftsmodellen, erfahrenem und stabilem Management und attraktiven Absatzmärkten - sind gerechtfertigt, vor allem wenn die negativen Erwartungsprämien in den vorherigen Perioden berücksichtigt werden. Für den Gesamtmarkt aller Unternehmen mahnen die ansteigenden Erwartungsprämien hingegen zur Vorsicht. Daher bergen passive Investitionen, die lediglich den Marktindex abbilden, aktuell hohe Risiken und sind nach Ansicht der CEAMS bei der aktuellen Bewertung nicht besonders empfehlenswert.

6.5 Kurzfristiger Vergleich der Quality Anbieter in den USA – Die Hälfte der Quality Anbieter erzielte eine Underperformance

Im ersten Halbjahr 2014 hat lediglich einer der von uns seit längerem identifizierten Quality Anbieter (mit Hauptfokus USA – wenn auch mit z. T. anderer Quality Definition) die Benchmark schlagen können (vgl. Abbildung 38). Mit Ausnahme des Haverford Quality Growth Stock Funds haben Anbieter mit einem grösseren Fokus auf „Quality Growth“ schlechter abgeschnitten als solche, die auch in „Quality Value“ und vor allem grosskapitalisierte Firmen investierten.

Der Quality USA Equity Fund, der mit einer Performance von 2.6% die Benchmark auch nicht übertreffen konnte, investiert (wie alle CEAMS Quality USA Portfolios) ausschliesslich innerhalb des S&P 500 Universums (grosskapitalisierte Firmen) und ist unbiased, d.h. er verfolgt weder einen „Quality Growth“ noch einen „Quality Value“ Bias.

Die beiden neu etablierten Quality Indizes von S&P und MSCI, welche keine Bewertungskriterien einsetzen und somit tendenziell einen Growth-Bias aufweisen, konnten die Benchmark ebenfalls nicht schlagen.



Die generelle Underperformance der Quality Anbieter 2014 lässt folgern, dass Quality bisher weniger in der Gunst der Anleger stand (vgl. dazu auch den Kommentar in Kapitel 2).

Abb. 38: YTD-Performance per Juni 2014 von verschiedenen Quality Anbietern

	6 Monate
S&P 500 Net Total Return Index	6.8%
Julius Baer Multipartner - Quality USA Equity Fund	2.6%
Jensen Quality Growth Fund	1.9%
GMO Quality Fund	5.8%
Boston Trust Asset Management Fund/The	3.7%
Boston Trust Equity Fund	4.1%
Spaengler Quality Growth US	1.8%
Haverford Quality Growth Stock Fund	7.2%
Pear Tree Quality Fund	5.3%
Noramco Quality Funds - USA	2.7%
Henssler Equity Fund	4.8%
S&P 500 High Quality Rank Index	6.0%
MSCI Daily TR Net USA USD	6.8%
MSCI USA Quality Net TR	3.6%

Quellen: Bloomberg, CEAMS

Für den langfristigen Vergleich der Quality Anbieter wird auf Kapitel 6.6.5 verwiesen.

6.6 CEAMS Quality USA Performancecharakter

6.6.1 Beschrieb Performancecharakter

Der von der CEAMS begründete Quality Aktienanlagestil hat einen auf das Jahr 1998 zurückgehenden Performancecharakter, der zwischen 1998 und 2003 auf Papier besteht und ab 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.

6.6.2 Mittelfristiger Zeithorizont notwendig

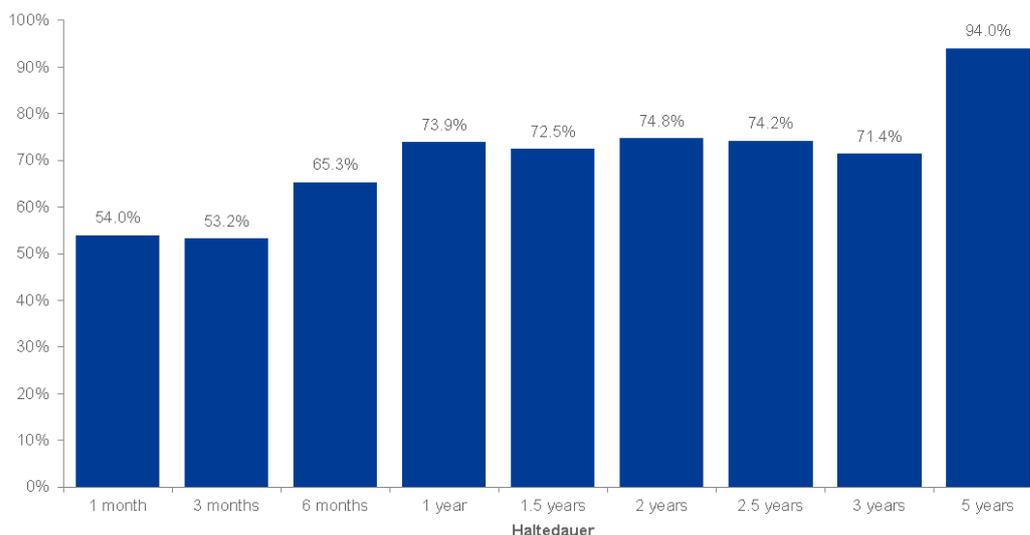
CEAMS Quality ist keine Timing-Strategie und hat zum Ziel, die entsprechende Benchmark mittel- und langfristig (3 Jahre und mehr) zu schlagen. Investoren, die in CEAMS Quality investieren, sollten einen mittel- bis langfristigen Anlagehorizont haben. Dieser Performancecharakter kommt in der Analyse der historischen Performance, welche die Outperformancehäufigkeit (gegenüber dem S&P 500 Gross TR Index) über verschiedene Haltedauern aufführt (vgl. Abbildung 39), deutlich zum Ausdruck.

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



Abb. 39: Historische Outperformancehäufigkeit CEAMS Quality USA Composite (01.01.2004 – 30.06.2014 - 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

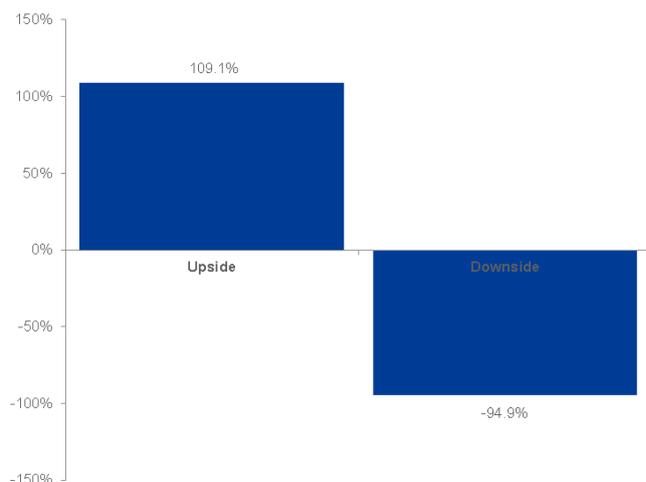
Im Zeitraum von 2004 bis Juni 2014 haben die CEAMS Quality Portfolios in den USA in mindestens 70% aller rollierenden Perioden eine Outperformance generiert, sofern ein Investor mindestens ein Jahr lang investiert blieb. Mit anderen Worten bedeutet dies, dass Investoren, die mindestens ein Jahr in die CEAMS Quality USA Portfolios investiert waren, in mindestens 70% aller Fälle eine Outperformance erhielten und zwar ganz egal wann die Investition in den letzten zehn-einhalb Jahren getätigt wurde. Bei einer Haltedauer von 5 Jahren hat das CEAMS Quality USA Portfolio die Benchmark sogar in 94% aller rollierenden 5-Jahresperioden übertrumpft.

6.6.3 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 Protektion, indem es im Schnitt weniger verlor als der Marktindex. Darüber hinaus konnte das Quality Portfolio die Benchmark in Aufschwungphasen übertreffen (vgl. Abbildung 40 Capture Ratio anhand der monatlichen Performance des CEAMS Quality USA Composites).



Abb. 40: Capture Ratio CEAMS Quality USA Composite (Durchschnittliche Capture Ratio 01.01.2004 – 30.06.2014)



CEAMS Quality USA Composite: Währung USD. inkl. Transaktionskosten; Dividenden reinvestiert; ohne Mgmt.-Gebühren;
 Benchmark: S&P 500 Gross TR Index
 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 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- & Bewertungskontext relativ zum Markt – grösstes Risiko, wenn teure Quality das beste Ergebnis liefert**

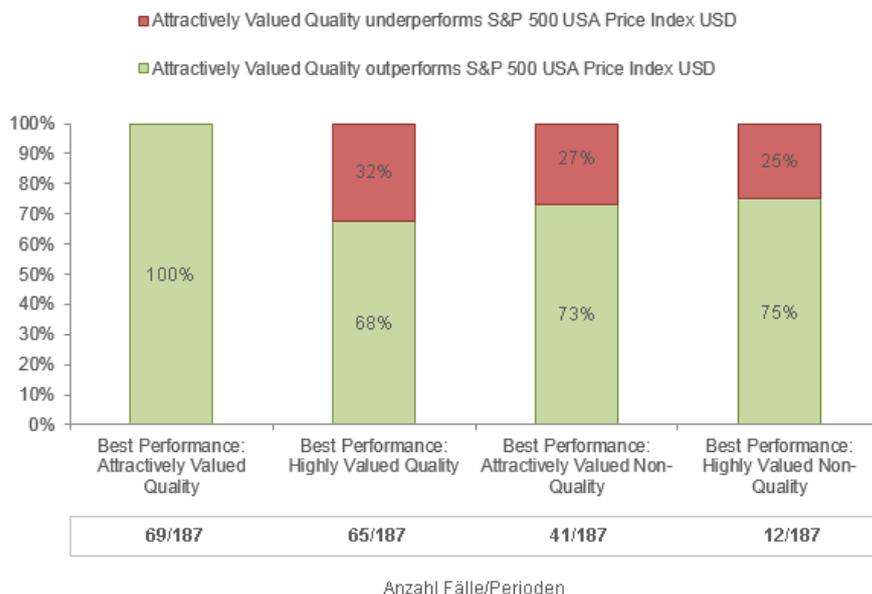
In der Folge wird aufgezeigt, wie sich das attraktiv bewertete Qualitätssegment in den USA verhalten hat, wenn einer der systematisch ausgeschlossenen Segmente (also z.B. teure Quality oder teure Non-Quality) am besten performte und wie oft das attraktiv bewertete Qualitätssegment die Benchmark dennoch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

Insgesamt wurden hierzu alle 187 rollierenden 12-Monatsperioden von Januar 1998 bis Juni 2014 analysiert. Generell hatten die CEAMS Quality Portfolios am meisten Mühe, die jeweilige Benchmark zu schlagen, wenn das Segment teure Quality am besten performte. In diesem Szenario, das in 65 aller 187 12-Monatsperioden vorkam, konnte das attraktiv bewertete Qualitätssegment in den USA die Benchmark trotzdem in 68% der Fälle schlagen (vgl. Abbildung 41).

Die ersten sechs Perioden in 2014 waren von Non-Quality dominiert. Das attraktiv bewertete Non-Quality Segment war viermal am besten, das teuer bewertete Non-Quality Segment zweimal. Trotzdem konnte attraktiv bewertete Quality während vier der sechs Perioden die Benchmark schlagen.



Abb. 41: Outperformancehäufigkeit CEAMS CE Corporate Quality Indices® USA, wenn ein anderes Quality-/ Bewertungssegment am besten performte (Rollierende Einjahreszeiträume - 01.01.1998 – 30.06.2014)



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**

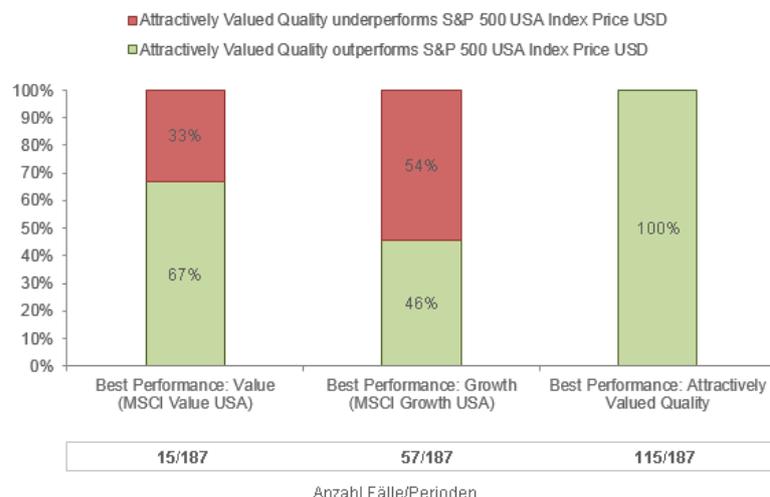
In diesem Abschnitt wird aufgezeigt, wie sich das attraktiv bewertete Qualitätssegment relativ zur Benchmark verhielt, wenn einer der Anlagestile Growth, Value oder Quality der beste unter den drei Anlagestilen war.

Das langfristige Bild zeigt, dass CEAMS Quality historisch betrachtet stets die Benchmark schlagen konnte, wenn Quality besser als Value und Growth performte. Aber auch 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 187 rollierenden 12-Monatsperioden 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 57 aller 187 rollierenden 12-Monatsperioden vor. In diesen Situationen konnte Quality jedoch in 46% der Fälle die Benchmark trotzdem übertreffen (vgl. Abbildung 42).

Die Betrachtung der sechs 12-Monatsperioden in 2014 zeigte, dass der Anlagestil Growth fünfmal am besten war, in einer Periode war Quality dominant. In den fünf „Growth Perioden“ konnte attraktiv bewertete Quality jedoch dreimal die Benchmark (S&P 500 USA Price Index) outperformen.



Abb. 42: Outperformancehäufigkeit CEAMS CE Corporate Quality Indices® USA, wenn ein anderer Anlagestil besser war (Rollierende Einjahreszeiträume - 01.01.1998 – 30.06.2014)



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, 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 43 ist die Performance von Value, Growth und Quality in den drei verschiedenen Zyklen aufgeführt. 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. Im ersten Semester 2014 konnte sich, wie auch in der Schweiz und in Europa, Value vor Growth durchsetzen.

Quality erzielte in den ersten beiden Zyklen die beste Performance verglichen mit Value und Growth. Seit Ausbruch der Finanzkrise und insbesondere im Jahre 2012 war Quality dem Growth Anlagestil unterlegen, performte jedoch besser als der Value Anlagestil. YTD per Ende Juni 2014 lag Value vor Quality.

Abb. 43: Performancevergleich von Value, Growth und Quality in Zyklen

	USA		
	Value	Growth	Quality
01.01.2014. - 30.06.2014.	6.54%	5.61%	6.39%
01.06.2007. - 30.06.2014.	8.56%	53.57%	45.48%
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

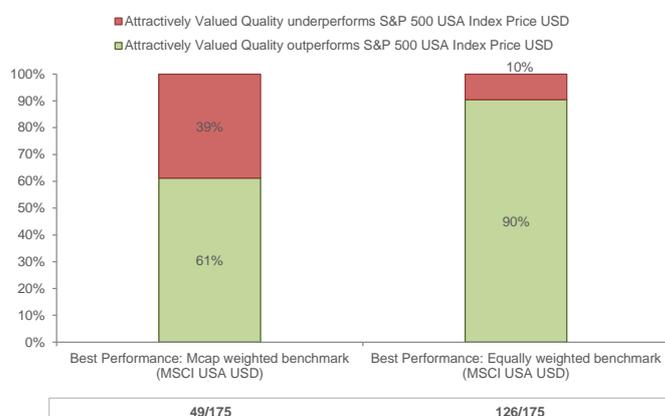


- **Der Gleichgewichtungseffekt – grösstes Risiko, wenn kapitalgewichtete Indizes besser als gleichgewichtete Indizes abschneiden**

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 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 44). Aber selbst in Perioden, in denen der kapitalgewichtete Index besser performt hatte, konnte CEAMS Quality die Benchmark in 61% der Fälle schlagen.

Abb. 44: Outperformancehäufigkeit CEAMS CE Corporate Quality Indices® USA, wenn ein kapitalgewichteter oder gleichgewichteter Index die bessere Performance erzielte (Rollierende Einjahreszeiträume - 01.01.1999 – 30.06.2014)



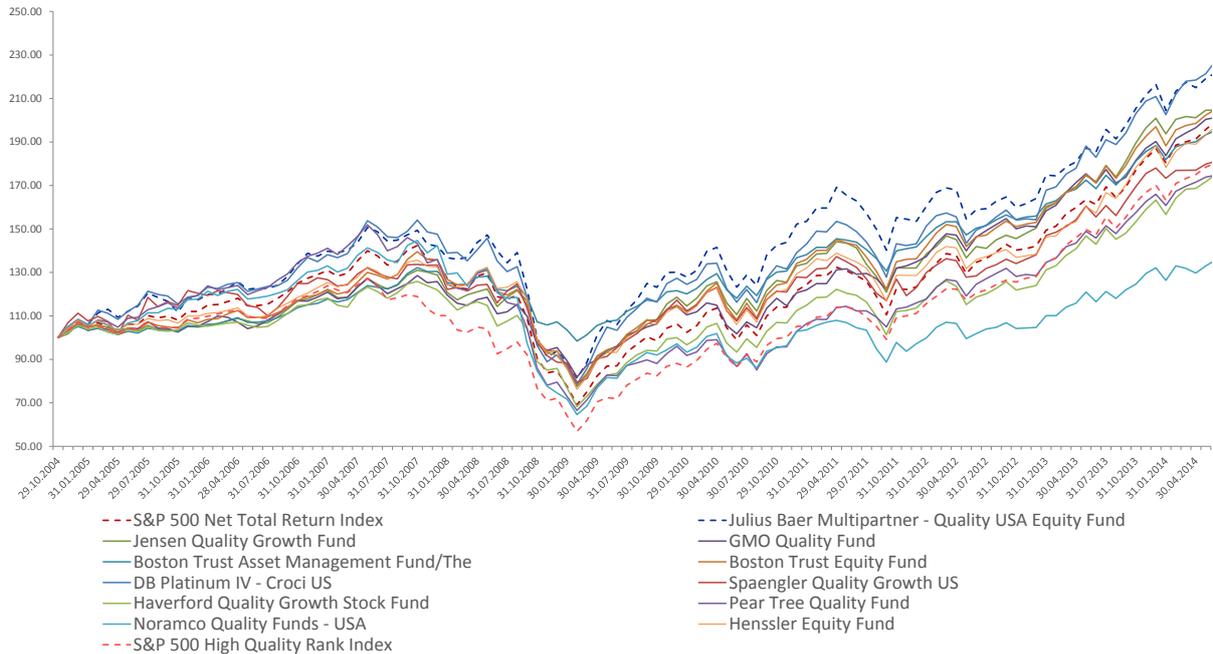
Die CEAMS CE Corporate Quality Index® Familie ist ein Führungsinstrument. Es segmentiert das Aktienuniversum nach Qualität und Bewertung. Aktien gleichgewichtet, in lokaler Währung gerechnet, ohne Dividenden, Transaktionskosten und Management Fee; Benchmark: S&P 500 Price Index
Quellen: Bloomberg, CEAMS

6.6.5 Vergleich mit Konkurrenz in den USA – CEAMS schneidet langfristig sehr gut ab

CEAMS als Pionier des systematischen Quality Anlagestils hat während ihrer Tätigkeit eine Reihe von Konkurrenten identifiziert, vor allem in den USA, die seit mehreren Jahren glaubwürdig eine Quality Strategie mit einer realen Performance geliefert haben. Die Konkurrenten haben zum Teil die Möglichkeit, ausserhalb der Benchmark zu investieren (z.B. im Small-Cap Segment) oder sie haben zum Teil eine deutliche Ausrichtung auf Quality Growth. Eine hundertprozentige Vergleichbarkeit besteht nicht, aber eine Annäherung ist möglich. Der Vergleich zeigt, dass CEAMS in den USA seit Lancierung bis Ende 2013 die beste Gesamtperformance erzielt hat und per Stichtag Ende Juni 2014 auf dem zweitbesten Rang liegt (vgl. Abbildung 45).



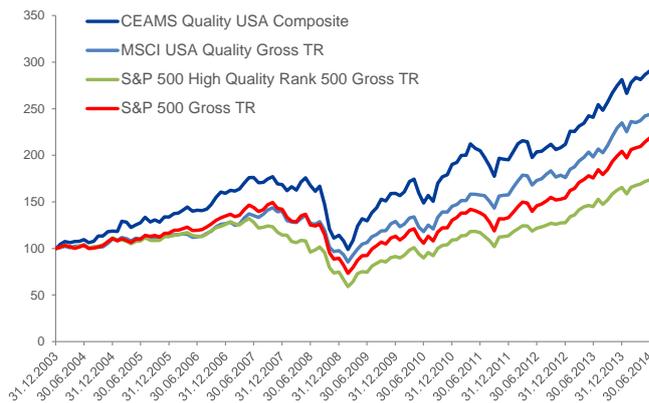
Abb. 45: Performancevergleich von Asset Managern mit einer Quality Strategie in den USA



Quellen: Bloomberg, CEAMS

Seit jüngster Zeit sind auch Standard and Poors (S&P) sowie MSCI mit zwei Quality Indizes am Markt in Erscheinung getreten. Der „Live Trackrecord“ ist sehr kurz, der grosse Teil der Ergebnisse basiert auf Backtesting. Dabei gilt es zusätzlich zu beachten, dass die Performance dieser Indizes keine Kosten berücksichtigt, während bei der Performance des CEAMS Quality USA Composites Transaktionskosten berücksichtigt wurden. Es zeigt sich auch hier, dass CEAMS (trotz des unvorteilhaften Vergleichs aufgrund der Kosten) beide Indizes deutlich outperformen konnte (vgl. Abbildung 46).

Abb. 46: Performancevergleich von verschiedenen systematischen Quality Strategien USA



Quellen: Bloomberg, CEAMS



7. CEAMS Quality Performancerückblick Emerging Markets 1. Semester 2014

7.1 Emerging Markets Performance nimmt nach Flaute im Vorjahr Fahrt auf

Nachdem die Emerging Markets das Jahr 2013 im Gegensatz zu den entwickelten Märkten mit einem Verlust abschlossen, konnten sie im ersten Halbjahr 2014 eine Performance von 6.1% in USD (Total Return Basis) erzielen. Die Heterogenität der Emerging Markets kommt dabei auch in den Performancetreibern zum Ausdruck. Alleine die drei grössten regionalen Kontributoren in USD (Indien, Taiwan und Brasilien) machen bereits 63% der absoluten Rendite der Emerging Markets aus. Ob aus diesen Ländern auch viele Quality Unternehmen stammen und wie sich Qualität in den Emerging Markets nach den vergangenen mageren Jahren schlagen konnte, wird in den folgenden Kapiteln erläutert.

7.2 Attraktiv bewertete Qualität holt auf

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

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 gut behaupten und eine Performance von 8.2% erzielen (vgl. Tabelle 4), was einer Outperformance von 2% gegenüber der Benchmark (MSCI Emerging Markets Net TR in USD) entspricht.

Tabelle 4: Performance CEAMS Quality Composites per 30.06.2014¹⁹

Quality Composite	YTD			2010	2011	2012	2013	1Y	3Y p.a.	5Y p.a.	Annual Return	Since Inception	Alpha	Tracking Error	Information Ratio	Inception Date
Emerging Markets (USD)	8.2%	-	-	13.4%	-18.7%	15.7%	-7.3%	13.0%	-1.6%	-	-1.6%	7.1%	-1.2%	5.3%	-0.31	01.05.2010
MSCI EM Net TR (USD)	6.1%	-	-	14.7%	-18.4%	18.2%	-2.6%	14.3%	-0.4%	-	0.3%	14.3%	-	-	-	-
Out-/Underperformance	2.0%	-	-	-1.3%	-0.3%	-2.5%	-4.7%	-1.3%	-1.2%	-	-1.9%	-7.3%	-	-	-	-

Quellen: Bloomberg, PerTools, CEAMS

7.3 Unverhältnismässig starke Abstrafung der Emerging Markets im Vorjahr bot attraktive Chancen

Die deutliche Underperformance der Emerging Markets in 2013 im Vergleich zu den entwickelten Märkten einerseits, die damit verbundene attraktive Bewertung der Emerging Markets Aktien im globalen Vergleich andererseits, sowie die sehr attraktive Bewertung der Qualitätsunternehmen aus den Emerging Markets deuteten auf eine Überreaktion der Marktteilnehmer hin und boten attraktive Einstiegschancen.

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 verspricht, und dass die aktuell günstige Marktbewertung

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



noch immer für eine verstärkte Investition in Qualitätsunternehmen aus den Emerging Markets spricht.

7.4 Performance Attribution CEAMS Quality Emerging Markets YTD 2014 – Sektorale Sicht

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 Aktienausswahl ausschliesslich Bottom-Up erfolgt, die Sektorallokation also ein Ergebnis aus der Selektion darstellt.

▪ Sektorale Betrachtung in den Emerging Markets

Die CEAMS Quality Aktienausswahl ergab eine Übergewichtung der Sektoren Technologie, zyklischer Konsum, Industrie, Kommunikation und Versorger sowie eine Untergewichtung der Sektoren Finanzen, Energie, Rohstoffe und Konglomerate („Diversified“) (vgl. Abbildung 47).

Aus Allokationssicht (vgl. Abbildungen 47 & 48) hat sich die Übergewichtung der Sektoren Technologie und Industrie sowie die Untergewichtung der Sektoren Finanzen und Rohstoffe positiv ausgewirkt. Ein leicht negativer Allokationseffekt entstand durch die Übergewichtung des zyklischen Konsumsektors. Im Gegensatz zu den Allokationseffekten hatten die Selektionseffekte starke Auswirkungen auf die Performance. Zum einen gab es einen stark negativen Selektionseffekt im zyklischen Konsumsektor (z.B. Geely Automobile), zum anderen gab es einen sehr starken positiven Selektionseffekt im Industriesektor (AAC Technologies) sowie positive Selektionseffekte im Technologie- (z.B. Advanced Semiconductor) und Rohstoffsektor (z.B. Sasol). Insgesamt führten die positiven Selektionseffekte zu einer Outperformance im ersten Halbjahr 2014.

▪ Länderbezogene Betrachtung in den Emerging Markets

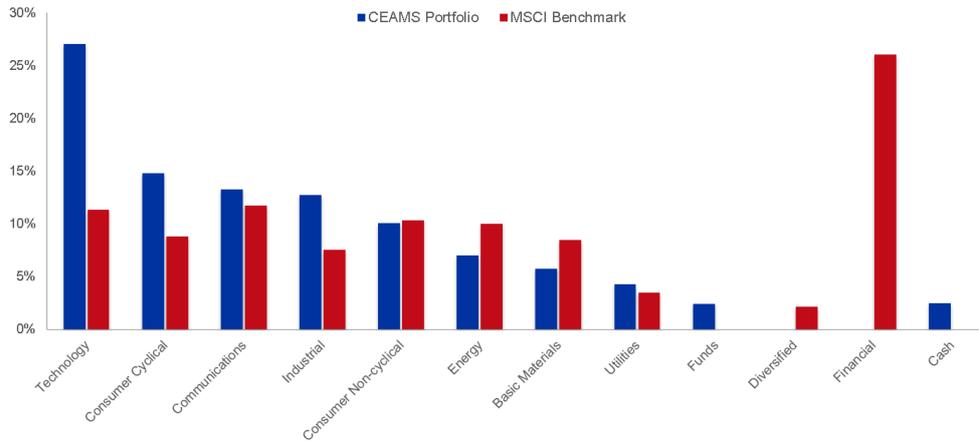
Die von CEAMS Bottom-Up getroffene Aktienausswahl resultierte im ersten Semester 2014 in einer deutlichen Übergewichtung von Taiwan, Südafrika, Indonesien und Chile und in einer signifikanten Untergewichtung in Brasilien, Südkorea, China und Malaysia (vgl. Abbildung 49), welche sich mehrheitlich in Form von positiven Allokationsbeiträgen (vgl. Abbildung 50) auszahlten und somit relativ zur Benchmark Wert generierten.

Weiterhin erzielte die CEAMS mit der Titelselektion in Taiwan (z.B. Advanced Semiconductor oder Delta Electronic) sehr gute positive Selektionseffekte. Belastend wirkten jedoch die Titelausswahl vor allem in Hongkong, Indien, Thailand sowie Südafrika (vgl. Abbildung 50).

Auf der Währungsseite fallen insbesondere die Indonesische Rupiah und der Brasilianische Real ins Gewicht. Beide Währungen gewannen gegenüber dem USD an Wert, was sich durch die Übergewichtung in Indonesien positiv und durch die Untergewichtung in Brasilien negativ auswirkte.

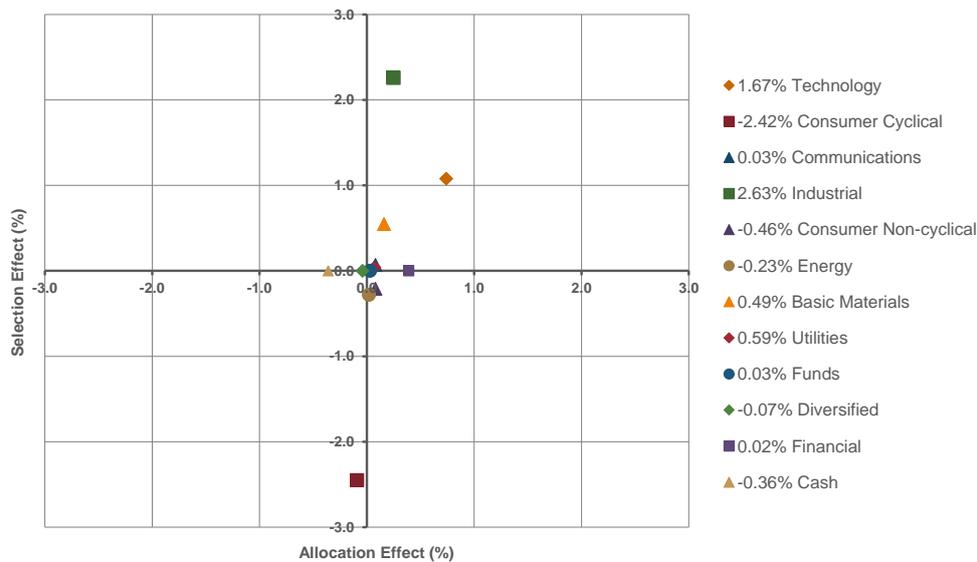


Abb. 47: Signifikante Über-/Untergewichtungen in den Sektoren aufgrund von „Best-Overall“-Ansatz Quality Emerging Markets Portfolio (01.01.2014-30.06.2014 - Durchschnittliche Sektorengewichtung vs. MSCI Emerging Markets Index)



Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

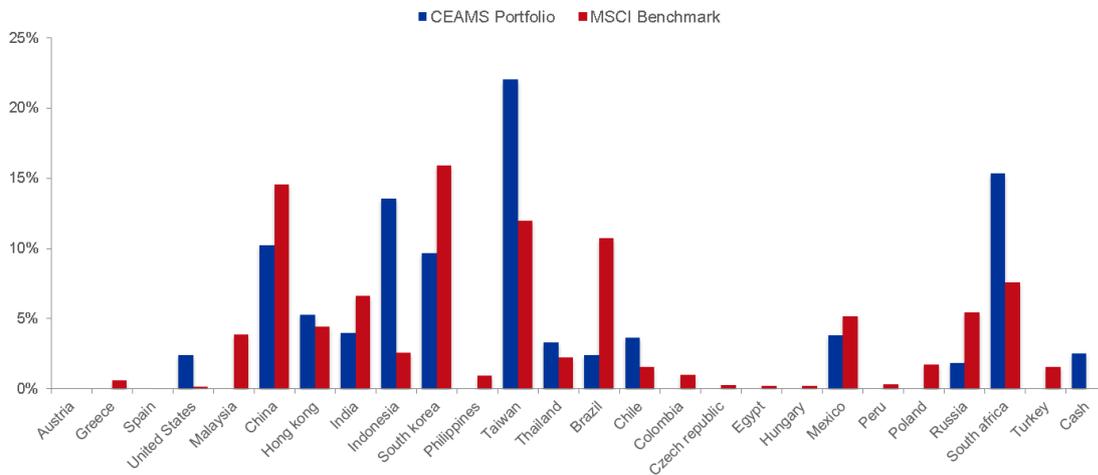
Abb. 48: Performance Attribution nach Sektoren CEAMS Quality Emerging Markets Portfolio vs. MSCI Emerging Markets Index (01.01.2014 – 30.06.2014)



Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

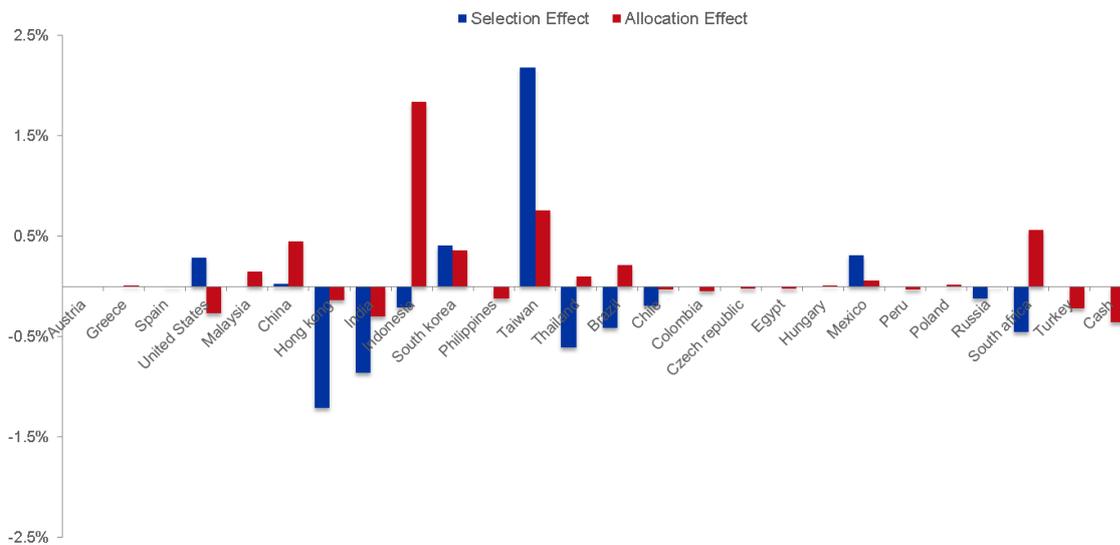


Abb. 49: Signifikante Über-/Untergewichtungen in den Ländern aufgrund von „Best-Overall“-Ansatz des CEAMS Quality Emerging Markets Portfolios (01.01.2014-30.06.2014 - Durchschnittliche Sektorengewichtung vs. MSCI Emerging Markets Index)



Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

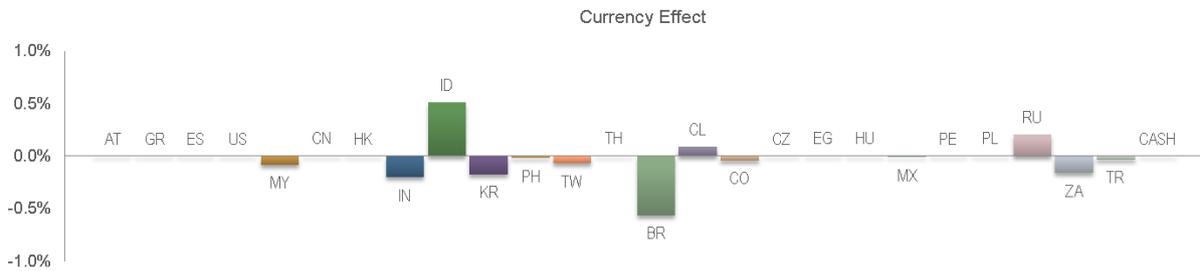
Abb. 50: Performance Attribution nach Ländern CEAMS Quality Emerging Markets Portfolio vs. MSCI Emerging Markets Index (01.01.2014 – 30.06.2014)



Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS



Abb. 51: Währungseffekte CEAMS Quality Emerging Markets Portfolio vs. MSCI Emerging Markets Index (01.01.2014 – 30.06.2014)



Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

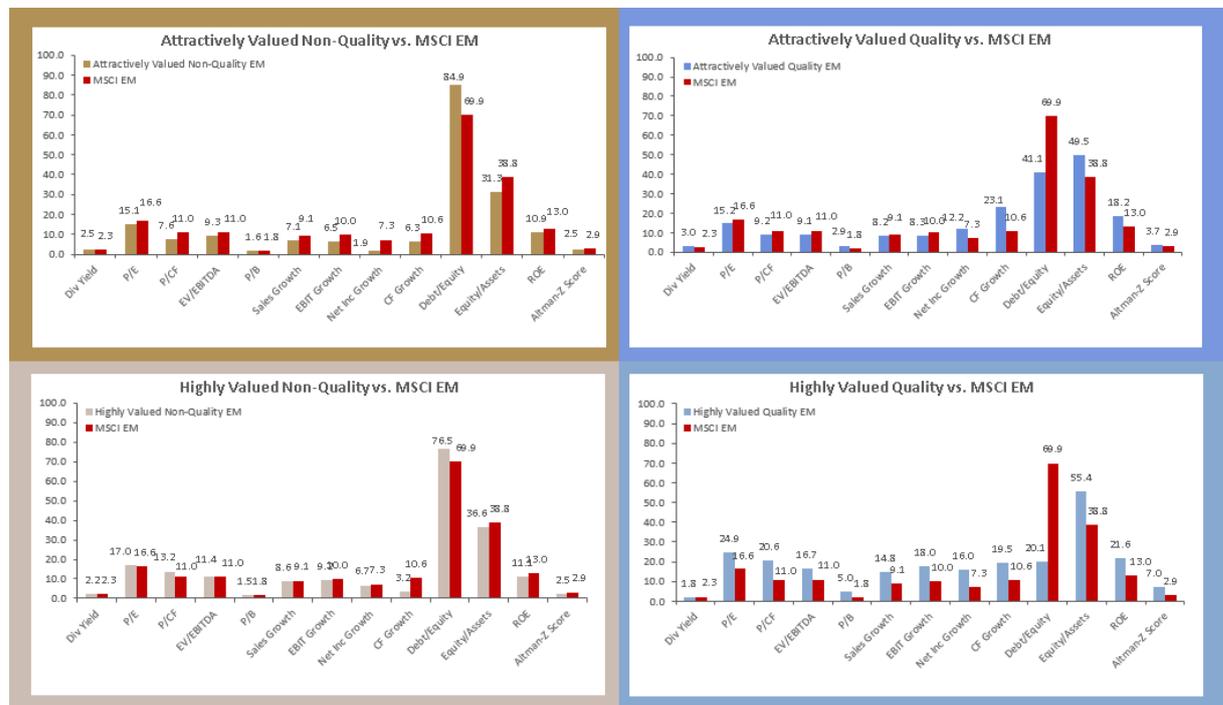
7.5 Die operative Performance der Unternehmen in den Emerging Markets – Ende Juni 2014

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 Juni 2014 vier typische Unternehmensprofile (mit der Medianmethode berechnet).

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

Abb. 52: Fundamentaler Charakter der Qualitäts- und Bewertungssegmente in den Emerging Markets 30.06.2014



Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS



Das typische attraktiv bewertete CEAMS Quality Unternehmen in den Emerging Markets (oben rechts in der Graphik – vgl. Abbildung 52), das Segment also, auf welches sich die CEAMS fokussiert, zeichnet sich durch eine überdurchschnittlich hohe Profitabilität aus bei gleichzeitig gesunder Finanzierung und überdurchschnittlich gutem Altman-Z Score (ein Indiz der Konkursgefahr eines Unternehmens). Es erzeugte sehr hohes Wachstum, besonders beim Gewinn und bei den Cash Flows, und weist eine attraktive Bewertung auf, die gemessen an P/E, P/CF sowie EV/EBITDA Ratio tiefer als der Markt ist.

Teure Quality zeigt ebenfalls sehr gute betriebswirtschaftliche Quality Merkmale, ein beachtliches Wachstum sowie eine signifikant teurere Bewertung.

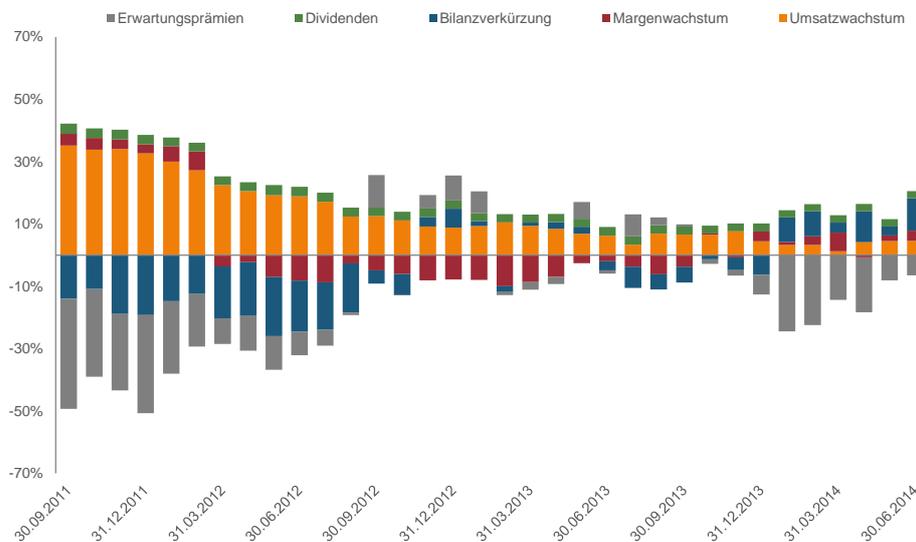
- **Performance des CEAMS Quality Emerging Markets Portfolios im Vergleich zum Gesamtmarkt fundamental besser abgestützt**

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. 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.

Im überregionalen Vergleich zu den USA und Europa zeigt sich in den Emerging Markets ein sehr divergierendes Bild. Emerging Markets Unternehmen hatten mit negativen Erwartungen zu kämpfen (siehe negative „Erwartungsprämien“ in Abbildung 53), die den Beitrag ihrer operativen Leistungen zum Total Shareholder Return zum Teil eliminierten. Anders ausgedrückt bedeutet dies, dass Emerging Markets Unternehmen ihre Umsätze und Margen steigern konnten, ihre Bilanz verkürzten und Dividenden zahlten, aber gleichzeitig von den Investoren abgestraft wurden, weil Investoren negative zukünftige Erwartungen bezüglich Emerging Markets Aktien hatten.



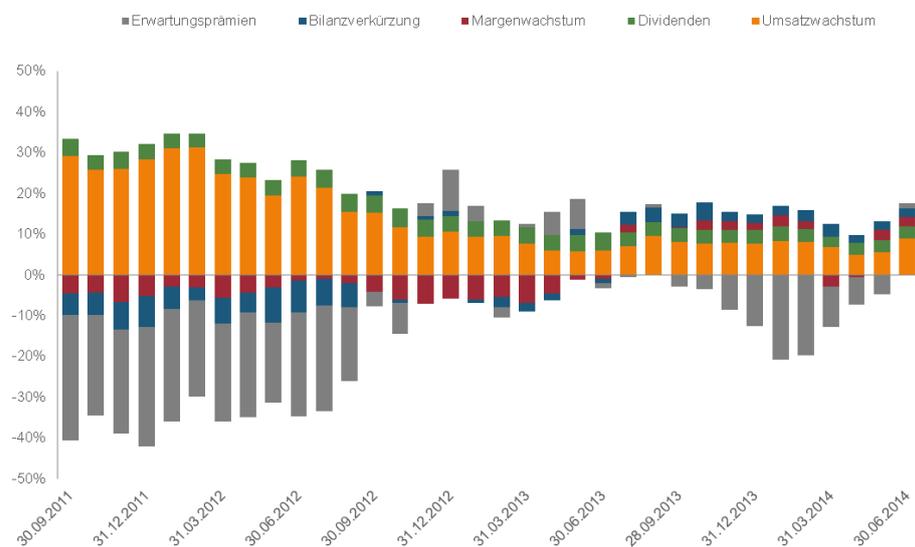
Abb. 53: TSR Dekomposition MSCI Emerging Markets Index – 01.10.2011 – 30.06.2014 (Rollierende Einjahreszeiträume)



Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS

Die Abbildungen 53 und 54 verdeutlichen, dass die Performance des Quality Portfolios besser durch operative Leistungen (höheres Umsatzwachstum und geringere anteilige Schuldenreduktion (Deleveraging) und Margenwachstum) abgestützt war, als die Performance des MSCI Emerging Market Index (geringeres Umsatzwachstum und mehr Deleveraging).

Abb. 54: TSR Dekomposition des CEAMS Quality Emerging Markets Portfolios – 01.10.2011 – 30.06.2014 (Rollierende Einjahreszeiträume)



Quellen: Bloomberg, MSCI, CEAMS



Zusammengefasst kann gesagt werden, dass das CEAMS Quality Emerging Markets Portfolio sowohl ausgehend vom Profil (vgl. Abbildung 52) als auch ausgehend von operativen Leistungen (vgl. Abbildung 53 mit Abbildung 54) überdurchschnittliche Qualität bietet und ein besseres Wachstum geliefert hat. Dies hat sich auch in der guten Performance des CEAMS Quality Emerging Markets Portfolios in den ersten sechs Monaten des Jahres widerspiegelt.

Die günstige demographische Ausgangslage sowie die geringe Verschuldung, gepaart mit der schnellen Anpassungsfähigkeit der Entwicklungsländer, sind beste Voraussetzungen für künftiges Wachstum. In Anbetracht der aktuell günstigen Marktbewertung und des hohen Qualitätsniveaus (vgl. Abbildung 54) bieten Investitionen in Qualitätsunternehmen aus den Emerging Markets hervorragende Aussichten. Diese dürfen sich mittel- und langfristig orientierte Investoren nicht entgehen lassen.

7.6 CEAMS Quality Emerging Markets Performancecharakter

7.6.1 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 besteht und ab 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, werden wird sich dieses Kapitel ausschliesslich auf in lokaler Währung gerechnete Ergebnisse beziehen.

7.6.2 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 einen mittelfristigen Anlagehorizont haben, umso mehr, als dass 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 können. Dieser Performancecharakter kommt in der Analyse der historischen Performance, welche die Outperformancehäufigkeit über verschiedene Haltedauern aufführt (vgl. Abbildung 55), deutlich zum Ausdruck.

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

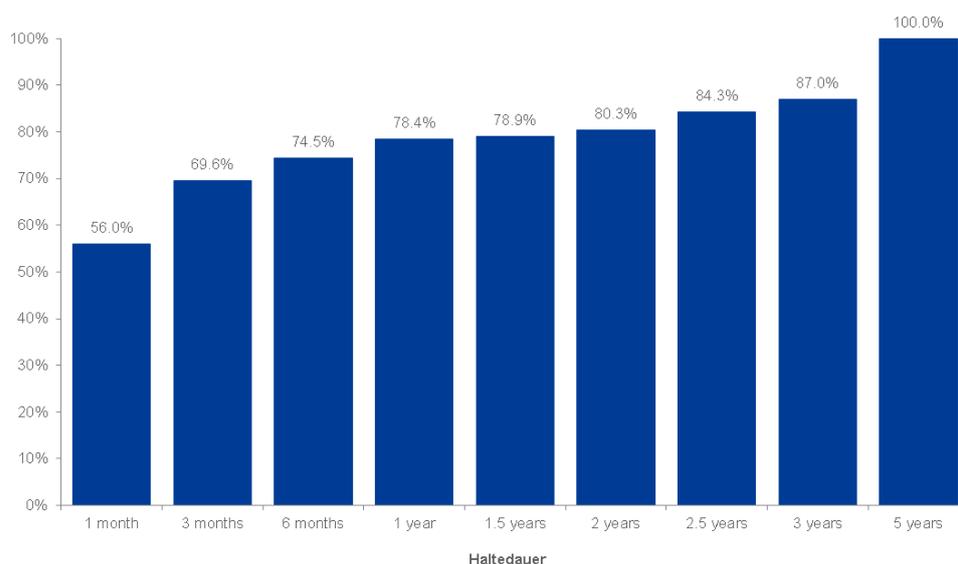


Das CEAMS Quality Emerging Markets Composite wurde im Mai 2010 initiiert. Der kurze Track Record ist aus unserer Sicht noch nicht genügend aussagekräftig für den Beschrieb des Performancecharakters. Dies vor allem, weil der CEAMS Quality Emerging Market Equity Fond, der einen beträchtlichen Teil des CEAMS Quality Emerging Markets Composites ausmacht, mit einem Handicap von ca. 5% im ersten Monat startete. Der Fond war in den ersten Wochen des Startmonats aufgrund von Handlungseinschränkungen 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 2002 zurückgeht.

Im Zeitraum von Januar 2004 bis Dezember 2013 hat der CEAMS CE Corporate Quality Index® Emerging Markets in mindestens 80% aller rollierenden Zweijahresperioden eine Outperformance generiert (gegenüber dem MSCI EM Price Index). Eine längere Haltedauer führte dabei generell auch zu einer höheren Outperformanzhäufigkeit (vgl. Abbildung 55).

Abb. 55: Historische Outperformanzhäufigkeit CEAMS CE Corporate Quality Index® Emerging Markets (01.01.2004 – 30.06.2014 - gemäss rollierendem Zeitraum)



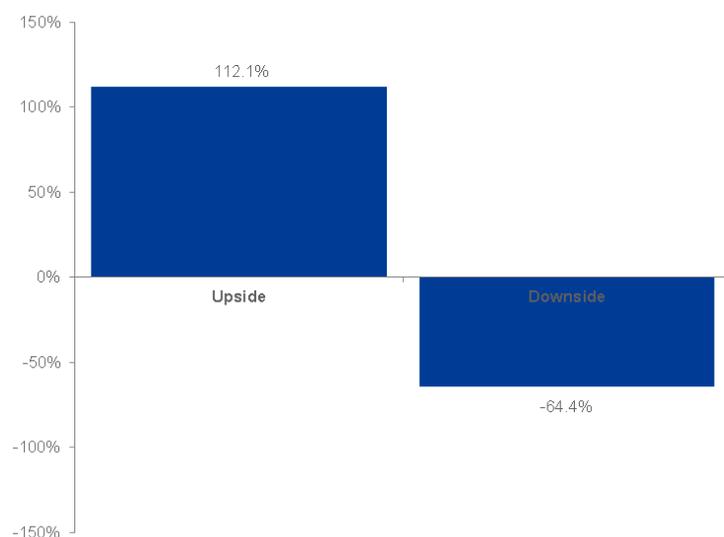
Die CEAMS CE Corporate Quality Index® Familie ist ein Führungsinstrument. Es segmentiert das Aktienuniversum nach Qualität und Bewertung. Aktien gleichgewichtet, in lokaler Währung gerechnet, ohne Dividenden, Transaktionskosten und Management Fee
 Benchmark: MSCI EM Price Index (LOC)
 Quellen: Bloomberg,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



7.6.3 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 56).

Abb. 56: Capture Ratio CEAMS CE Corporate Quality Index® Emerging Markets (Durchschnittliche Capture Ratio 01.01.2004 – 30.06.2014)



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

7.6.4 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 sind 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- & Bewertungskontext relativ zum Markt – grösstes Risiko, wenn teure Quality das beste Ergebnis liefert**

In der Folge wird aufgezeigt, wie sich das attraktiv bewertete Qualitätssegment verhalten hat, wenn einer der systematisch ausgeschlossenen Segmente (also z. B. teure Quality oder teure

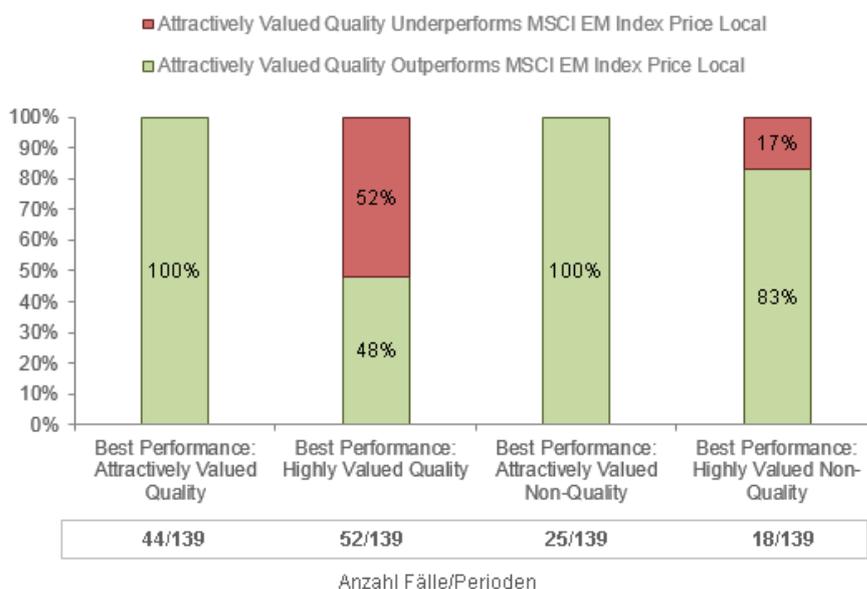


Non-Quality) am besten performte und wie oft das attraktiv bewertete Qualitätssegment die Benchmark dennoch übertrumpfen konnte.

Insgesamt wurden hierzu alle 139 rollierenden 12-Monatsperioden von Januar 2002 bis Juni 2014 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 52 der 139 12-Monatsperioden eintrat, konnte das attraktiv bewertete Qualitätssegment die Benchmark nichtsdestotrotz in 48% der Fälle schlagen (vgl. Abbildung 57). In Fällen, in denen Non-Quality („Attractively Valued Non-Quality“ in 25 von 139 12-Monatsperioden und „Highly Valued Non-Quality“ in 18 von 139 12-Monatsperioden) am besten performte, hatte das CEAMS Quality Portfolio eine wesentlich höhere Outperformance-Häufigkeit.

Die Analyse der ersten sechs rollierenden 12-Monatsperioden in 2014 ergibt eine klare Dominanz des teuer bewerteten Quality Segments, welches in allen sechs Perioden am besten performte. In einer Periode davon konnte attraktiv bewertete Quality trotzdem die Benchmark (MSCI EM Price Index) schlagen.

Abb. 57: Outperformancehäufigkeit CEAMS CE Corporate Quality Indices® Emerging Markets, wenn ein anderes Quality-/ Bewertungssegment am besten performte (Rollierende Einjahreszeiträume - 01.01.2002– 30.06.2014)



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



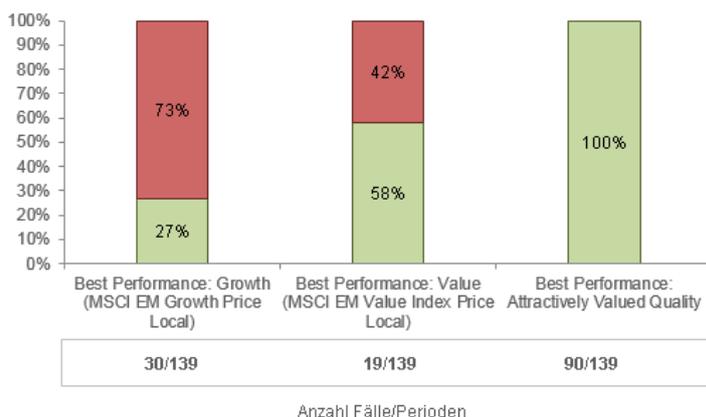
- **CEAMS Quality im Stil-Kontext – solider Outperformancecharakter selbst wenn Quality nicht der beste Anlagestil war**

In diesem Abschnitt wird gezeigt, wie sich das attraktiv bewertete Qualitätssegment relativ zur Benchmark verhielt, wenn einer der alternativen Anlagestile Growth oder Value am besten performten.

Hervorzuheben ist, dass in 90 aller 139 12-Monatsperioden das attraktiv bewertete Qualitätssegment die beste Performance erzielt hat. Die übrigbleibenden Perioden, in denen die Growth- bzw. Value-Segmente am besten performten, sind aufgrund der geringen Anzahl an Beobachtungen (Growth: 30 von 139 12-Monatsperioden und Value: 19 von 139 12-Monatsperioden) statistisch weniger repräsentativ. Anhand dieser beschränkten Anzahl von Beobachtungen lässt sich festhalten, dass das attraktiv bewertete Qualitätssegment dann am meisten Mühe hatte die Benchmark zu schlagen, wenn Growth am besten performte (vgl. Abbildung 58).

Growth war auch in fünf der ersten sechs 12-Monatsperioden in 2014 der beste Anlagestil, in einer Periode konnte sich Value durchsetzen. In diesem Umfeld konnte attraktiv bewertete Quality nur einmal die Benchmark schlagen.

Abb. 58: Outperformancehäufigkeit CEAMS CE Corporate Quality Indices® Emerging Markets, wenn ein anderer Anlagestil besser war (Rollierender Einjahreszeitraum - 01.01.2002 – 30.06.2014)



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

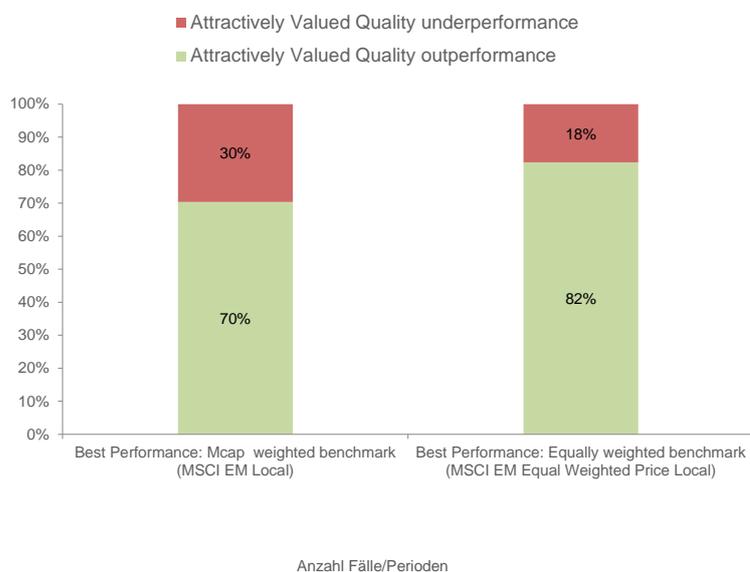


- **Der Gleichgewichtungseffekt – grösstes Risiko, wenn kapitalgewichtete Indizes besser als gleichgewichtete Indizes abschneiden**

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 (85 von 139 12-Monatsperioden, vgl. Abbildung 59). Aber selbst in Perioden, in denen der kapitalgewichtete Index besser performt hatte (54 von 139 12-Monatsperioden), konnte CEAMS Quality die Benchmark in 70% der Fälle schlagen.

Abb. 59: Outperformancehäufigkeit CEAMS CE Corporate Quality Index® Emerging Markets, wenn ein kapitalgewichteter oder gleichgewichteter Index die bessere Performance erzielte (01.01. 2002 – 30.06.2014)



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

8. Steckbrief: CEAMS Quality

CEAMS hat sich seit ihrer Gründung als Pionier weltweit auf das Thema Quality Anlagen spezialisiert.

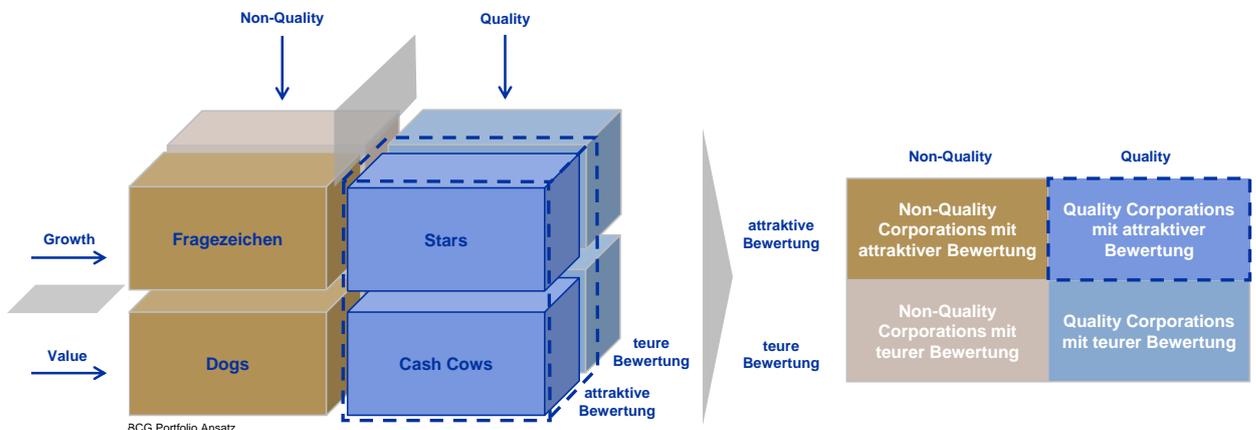
8.1 Grundgedanke

- Nachhaltig produktive und die Kapitalkosten verdienende Firmen sind Quality Firmen. Sie bilden das Rückgrat einer kapitalistischen Gesellschaft.
- Ökonomische Grundsätze gelten universell für alle Marktteilnehmer, wer sich nicht daran hält, wird über kurz oder lang aus dem Markt gedrängt und abgestraft.
- Die Basis der ökonomischen Grundsätze ist eine nachhaltige, hochwertige und effiziente Bewirtschaftung von Ressourcen und damit von Erfolgsrechnung, Mittelflussrechnung und vor allem auch der Bilanz.

8.2 Konzeptionelle Grundlage

- Sektor neutrale Analyse und auf der Best Overall Idee abstützende Portfolio Theorie der Boston Consulting Group.
- Einteilung des gesamten Investmentuniversums in Quality- und Bewertungssegmente
- Quality Firmen sind Stars und Cash Cows. Ins Quality Portfolio gelangen vertieft analysierte attraktiv bewertete Quality Firmen
- Research Aufnahme im Jahr 2001.

Abb. 60: Konzeptionelle Grundlage CEAMS Quality- und Bewertungsmatrix

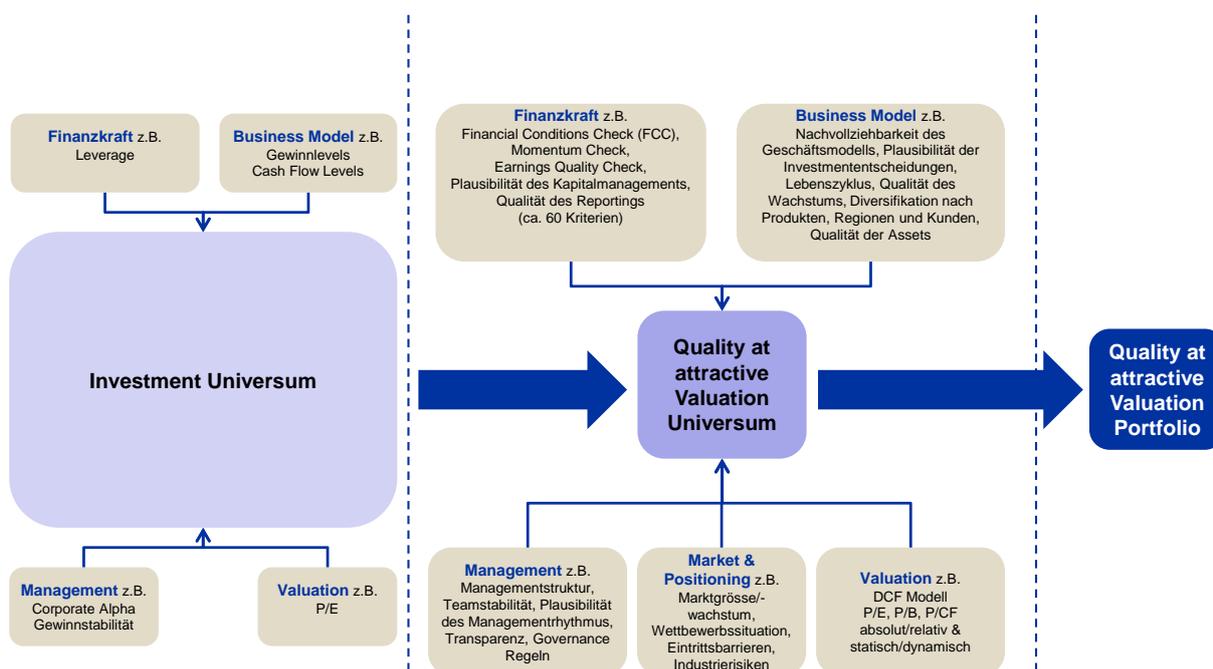


Quellen: BCG, CEAMS

8.3 Investment-Prozess

- Monatlich (in Ausnahmefällen quartalsweise).
- Streng analytisch und faktenbasiert, mehr als 400 Mal erprobt und eingespielt.
- Zweistufig mit einem ersten quantitativen Screening (Ausschluss von rund 90% der Unternehmen) und einem nachfolgenden systematischen vertieften qualitativen Check.
- Entscheid im Investment Committee (stabiles langjähriges Team).
- Bottom-up Investments ausschliesslich innerhalb der jeweiligen Benchmark.
- Operative Umsetzung in Kunden-Portfolios seit 2003.

Abb. 61: CEAMS Investmentprozess



Quelle: CEAMS

8.4 Portfolioinhalt

- Selektion nach strikten und systematischen Qualitäts- und Bewertungskriterien.
- Firmen mit hervorragenden Bilanzen: grundsolider Finanzierung, Marktkraft und Margendurchsetzungskraft; unterdurchschnittlich kapitalintensiv, überdurchschnittlich profitabel.
- Unternehmen mit bewährtem Geschäftsmodell und stabilem Management.

8.5 Portfoliokonstruktion

- Gleichgewichtet (sofern es die Liquidität zulässt).
- Rebalancing nach klaren Regeln.
- Fokussierte Portfolios, hoher Active Share (80-90%).
- Hedging (Währung und Markt) nach Kundenabsprache.

8.6 Performancecharakter im Markt, Style und Size Kontext

- Seit Lancierung Alpha in allen Märkten ausser Emerging Markets.
- Unabhängiger, wertgenerierender und eigenständiger Performance-Stil im Fama French Kontext (vgl. Studie «Quality as an independent Style»).
- In den 187 rollierenden 12 Monatsperioden (1.1998-6.2014) (z.B. USA) war Value in 15 Perioden, Growth in 57 Perioden und Quality in 115 Perioden bester Anlagestil, in 151 Fällen konnte Quality den Markt outperformen.
- Gegenwind (unterschiedlich nach Märkten) auf Grund tiefer Zinsen (Zentralbankeingriffe) vor allem seit 2012.

8.7 Performancecharakter im Risiko-Kontext

- Beta um 1, Volatilität i.d.R. etwas höher als Markt, Max-Drawdown tiefer als Markt.
- Positive Zahlen für Capture Ratio (sowohl Down- wie auch Upside).

8.8 Sektor und Size Bias

- Strukturell unterinvestiert in kapitalintensiven, höher geleveragten, stark regulierten Sektoren wie z.B. Telecom, Utilities, Financials.
- Strukturell überinvestiert in Consumer und Technology.
- Large-Cap Bias.

8.9 Turnover

- Um die 80% p.a..
- Hauptquelle von Transaktionen sind Veränderungen in der Bewertung – nicht in der Qualität (Firmen, die vom attraktiven ins teure Quality Segment migrieren und umgekehrt, sowie Rebalancing).
- In der Regel sind alle Halteperioden wertgenerierend.

8.10 CEAMS Geschäftsverständnis

CEAMS legt hohen Wert auf:

- Analytik und Systematik: deshalb auch seit 2003 ein eigenes Research Center in Riga/Lettland.
- Transparenz und Sicherheit: deshalb umfassend analytisches Vorgehen, umfassende Dokumentationen zum Vorgehen (mit eigenen Fachbüchern) und zu den Titeln.
- Betreuungsqualität: deshalb langjährig stabiles und hoch qualifiziertes Team.
- Fokus und dabei das, was langjährig Wert generiert, laufend zu verbessern

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).

Gerne stehen wir Ihnen für weitere Auskünfte über uns und unseren Quality Investment Stil zur Verfügung:

CEAMS · CE Asset Management

CE Asset Management AG

General Wille-Strasse 201

CH -8706 Meilen/Zürich

Telefon +41 (0) 43 222 31 41

www.ceams.ch

info@ceams.ch