

Schroder ISF* European Special Situations Fonds im Fokus



Der Schroder ISF European Special Situations erwirtschaftete über einen Zeitraum von drei Jahren eine Rendite von -38,1 Prozent gegenüber -42,6 Prozent, die der MSCI Europe Index erzielte. Für diesen Zeitraum gehört der Fonds zu den besten 25 % und liegt unter 248 anderen in der Vergleichsgruppe auf Rang 48. (Quelle: Micropal, 31. März 2009.)

Anlässlich des dritten Geburtstags des Fonds sprachen wir mit Portfolio-Manager Leon Howard-Spink über die Wertentwicklung seit Fondsaufgabe und über die bestimmenden Ereignisse am europäischen Markt.

Welchen Investmentansatz legen Sie dem Fonds zugrunde?

In Europa gibt es Tausende von Unternehmen: manche hervorragend, manche durchschnittlich und manche weniger gut. Unser Ziel besteht darin – und das ist eigentlich schon das ganze Geheimnis –, 50 bis 60 hervorragende Unternehmen mit guten Zukunftsaussichten herauszusuchen. Dabei halten wir Ausschau nach hohen Zahlungsströmen und einem robusten Geschäftsmodell sowie Unternehmen, die auf Märkten mit hohen Einstiegsbarrieren operieren. Vor allem aber kommt es uns auf Marktführerschaft an: Ich möchte in solche Unternehmen investieren, die in ihrer Branche die besten sind und unter Beweis stellen können, dass sie in der Lage sind, langfristig nachhaltiges, konstantes Wachstum sowie gute Kapitalerträge zu erzielen.

Doch ein gutes Unternehmen wird nur dann zu einer guten Anlage, wenn man zum richtigen Kurs einsteigt. Das ist für mich wie ein Naturgesetz. Daher spielen Bewertungen eine wichtige Rolle. Zur Ergänzung der Titelauswahl und um Risiko und Volatilität des Fonds zu reduzieren, investieren wir in viele verschiedene

Sektoren mit unterschiedlichen Wachstumstreibern und unterschiedlicher Zyklichkeit. Das heißt, wir versuchen unsere Markt- und Sektorenrisiken zu streuen und sorgen dafür, dass die fundamentalen Daten eines Unternehmens die Wertentwicklung des Fonds bestimmen.

Es waren drei sehr bemerkenswerte – und turbulente – Jahre für die weltweiten Aktienmärkte. Was waren für Sie die größten Herausforderungen?

Nun, das schwierigste der letzten drei Jahre war für mich 2007. Das mag sehr merkwürdig klingen, da der Markt in diesem Jahr zumindest in die richtige Richtung lief. Ich muss zugeben, es gab Momente, da hat mich das Marktverhalten vor Rätsel gestellt. Aber im Rückblick sind die Vorgänge viel leichter zu verstehen. Denn was wir gesehen haben, war meiner Ansicht nach ein Bullenmarkt in den letzten Zügen.

Teile des Marktes sind in den vergangenen vier Jahren völlig neu bewertet worden. 2007 erschienen große Bereiche des europäischen Marktes, besonders die Unternehmen mit mittlerer Marktkapitalisierung, sehr hoch bewertet. Doch viele Anleger verhielten sich, als wenn die guten Zeiten immer so weitergehen würden. Andere Teile des Marktes hingegen schienen preiswert, entpuppten sich aber als massive Wertfallen, da ihre niedrige Bewertung nur auf falschen Prognosen basierte.

Ich hatte zu dieser Zeit das Gefühl, die Grundregeln wären über Bord geworfen worden: Unternehmen und sogar ganze Industriezweige wurden belohnt, obwohl jede vernünftige Analyse ihrer Aussichten dagegen sprach. Die Automobilindustrie entpuppte sich 2007 als einer der Top-Performer. Das sagt wohl alles über diese Marktphase aus.

Natürlich macht eine Baisse allen schwer zu schaffen, und es verschafft mir keine große Genugtuung, in einem rückläufigen Markt eine Outperformance zu erzielen. Aber wenigstens können wir nun in einem Markt agieren, in dem nicht länger die Fantasie regiert. Die Aktienkurse sind aktuell frei von dem irrationalen Optimismus, der für die letzte Phase des Bullenmarktes bezeichnend war. Dadurch dürften sich deutliche Möglichkeiten zur Wertsteigerung ergeben. Denn die Anleger konzentrieren sich nun hoffentlich auf sachlichere Themen wie die Frage, wer den Abschwung überleben und gestärkt daraus hervorgehen wird.

Insgesamt bin ich froh, dass wir drei Jahre nach Fondsaufgabe eine ordentliche Outperformance gegenüber dem Index und der Mehrheit der Vergleichsgruppe erreicht haben, trotz des Markteinbruchs und des schwierigen Jahres 2007, was stets das Ziel des Fonds war.

Hat sich das Portfolio vielleicht deshalb so gut entwickelt hat, weil Sie eine defensivere Haltung bezogen haben?

Nein, ich glaube nicht, dass man das so sehen kann. Wenn Sie sich die Renditen der letzten Zeit anschauen, werden Sie tatsächlich sogar feststellen, dass sich die zyklischeren Bereiche des Marktes deutlich besser entwickelt haben. Die Sektoren Bergbau und Automobile waren im ersten Quartal 2009 die besten Performer, und wir haben uns in diesem Umfeld relativ gut geschlagen, obwohl wir keine direkte Beteiligung bei diesen Sektoren hatten. Die Unternehmen, an denen wir Anteile besitzen – das gilt für zyklische wie für defensive –, haben anständige Ergebnisse und Prognosen vorgelegt, und das war entscheidend für die Wertentwicklung. Auch wenn wir vielleicht eine defensive Neigung haben, so investieren wir stets breit gestreut über unterschiedliche Branchen, Sektoren, Marktkapitalisierungen, Investmentstile und Wachstumstreiber hinweg.

Der Besitz eines so breit gefächerten Spektrums von Unternehmen bedeutet natürlich, dass es immer Teile im Portfolio gibt, die sich weniger gut als andere entwickeln. Aber es heißt auch, dass wir in der Lage sind, auf längere Sicht gute relative Renditen zu erzielen, die Volatilität bzw. das Risiko dabei aber deutlich niedriger ist. An dieser Stelle kommen das Portfoliomanagement und das Stockpicking zusammen in dem Versuch, Konsistenz und Nachhaltigkeit in die Outperformance zu bringen, die selbst wiederum von unseren Unternehmen erbracht werden sollte.

Ich möchte betonen, dass wir bestimmte Sektoren oder Bereiche des Marktes nicht bewusst anpeilen oder sogar vermeiden – ein gutes Unternehmen kann auch dann noch ein gutes Unternehmen sein, wenn seine Branche harte Zeiten erlebt. Nehmen Sie zum Beispiel ein Unternehmen wie Indra, eine spanische IT-Firma mit mittlerer Marktkapitalisierung. Für die meisten klingt diese Kombination aus geografischer Lage und Branche im aktuellen Umfeld wie ein direkter Weg in die Katastrophe. Aber tatsächlich hat das Unternehmen während des gesamten Abschwungs beeindruckende Leistung gezeigt.

Wie gehen Sie an die zyklischeren Namen im Markt heran?

Wir vermeiden Investitionen in Unternehmen, deren Glück mit der Wirtschaft steigt und fällt. Uns interessieren vielmehr Unternehmen, die ihr Schicksal weitestgehend allein bestimmen. Aber natürlich haben wir auch zyklische Titel im Portfolio. Dazu gehören zum Beispiel einige Ölserviceunternehmen, die beim Einbruch der Rohstoffpreise 2008 richtig Prügel bezogen haben. Dieses Jahr könnte sich das Blatt wenden: Es wird klar, dass die Ölkonzerne sich an ihre Verpflichtungen halten, langfristig in die



Schroders

Mehr als 200 Jahre Investments für Ihre Zukunft

Exploration zu investieren. Mit dem Ergebnis, dass Unternehmen wie Fugro (die Daten sammeln, die beim Bau von Offshore-Ölplattformen gebraucht werden) einen großen Beitrag zur Wertentwicklung der letzten Zeit geleistet haben.

Das ist der Grund, warum ich Diversifikation für so wichtig halte und so sehr betone: Es geht nicht darum, bewusst „defensiv“ zu sein. Wichtig ist vielmehr, die richtigen Titel in breit gestreuten Marktsegmenten zu besitzen.

Wie ermitteln Sie die Unternehmen, in die Sie investieren?

Das ist recht einfach. Für mich bedeutet das, vor die Tür zu gehen und so viele Unternehmen wie möglich zu besuchen. Gemeinsam mit meinem Research-Assistenten besuche ich 200 bis 300 Unternehmen jährlich. Denn bevor wir uns für die Anlage in eine Aktie entscheiden, möchten wir uns zunächst selbst davon überzeugen, wie das Unternehmen arbeitet. Wir möchten die Leute, die das Unternehmen führen, kennen lernen. Wir möchten uns über die Wachstumsfaktoren des Unternehmens und nach Möglichkeit auch über die Mitbewerber informieren. Durch die Treffen und Gespräche mit Hunderten von Managementteams in vielen unterschiedlichen Industriezweigen in den vergangenen zwölf Jahren habe ich einiges über die Eigenschaften gelernt, die erfolgreiche Unternehmen aus- und scheiternde Unternehmen kennzeichnen.

Zwischen der Ermittlung einer Gelegenheit und der eigentlichen Investitionsentscheidung kann viel Zeit vergehen – wir brechen nichts übers Knie. Wir möchten sicher sein, dass wir unsere Investitionsziele von allen Seiten kennen. Und das kann einen langwierigen Prozess von Unternehmenstreffen bedeuten, sowohl mit dem angepeilten Unternehmen als auch mit anderen Spielern im gleichen Feld. Natürlich muss man gelegentlich darauf warten, dass die richtige Bewertung des Weges kommt, was manchmal nicht passiert. Wie gesagt ist es für mich wie ein Naturgesetz, nur dann zu investieren, wenn man das Gefühl hat, dass die Bewertung stimmt, egal wie attraktiv das Geschäftsmodell oder die Branche erscheinen mögen.

Was würde Sie dazu veranlassen, eine Position zu verkaufen?

Der offensichtlichste (und beste) Grund für einen Verkauf ist der, dass sich eine Aktie richtig gut entwickelt hat und wir die Gewinne einstreichen wollen. Mit anderen Worten: billig kaufen, teuer verkaufen oder kaufen, wenn die Erwartungen niedrig sind, und verkaufen, wenn sie hoch sind.

Grundsätzlich ist es nicht unser Ding, alle fünf Minuten Aktien zu kaufen und sie wieder zu verkaufen. Wenn wir einen Titel kaufen, dann deshalb, weil wir von der zugrunde liegenden Stärke und dem Potenzial des Unternehmens ernsthaft überzeugt sind. Ich mache auch kein Geheimnis daraus, dass einige Unternehmen im Portfolio sind, in die ich schon fast ein Jahrzehnt lang investiert habe.

Doch es würde mir Sorgen bereiten, wenn etwas eintritt, das konträr zu unseren Erwartungen steht, die wir mit unserer Investition verbunden haben. Das könnte z. B. eine Gewinnwarnung sein, ein unerwarteter Wechsel der Geschäftsrichtung oder eine Änderung in der Unternehmensleitung – Entwicklungen dieser Art bringen mich dazu, eine Position neu zu bewerten. Außerdem, in diesem Geschäft passieren auch immer wieder Fehler, und man darf nie Angst davor haben, sich das selbst einzugestehen, um die Verluste gering zu halten. Das bedeutet eben manchmal, einen Titel einfach nur deshalb zu verkaufen, weil er entgegen den Erwartungen konstant schlechte Leistungen erbracht hat und man nicht herausbekommen kann, was den Aktienkurs bestimmt.

Das Makroumfeld sieht reichlich düster aus. Wirkt sich das darauf aus, wie Sie den Fonds positionieren?

Ich habe stets ziemlich deutlich gemacht, dass ich in erster Linie ein „Stockpicker“ bin. Wir versuchen daher, unsere Anlageentscheidungen nicht auf Prognosen über regionales oder weltweites Wachstum und ihre Wirkung auf die Aktienmärkte aufzubauen. Denn jeder weiß, wie schwierig es ist, das gut und dauerhaft richtig hinzubekommen. Ich habe in meinem Leben bisher nicht viele Volkswirte oder Strategen getroffen, die auch tatsächlich Geld verwalten.

Damit sage ich nicht, dass wir uns keine Meinung über den Markt bilden. Vielmehr ist sie nicht ausschlaggebend für unsere Anlageentscheidungen. Es reicht aus meiner Sicht aus, vorab zu erkennen, woher der Wind am Markt weht, sich dann entsprechend zu positionieren und die Wertentwicklung des Fonds dann durch die Titelauswahl bestimmen zu lassen.

Wenn man ein Portfolio zur einseitigen Wette mit Blick auf die Marktrichtung oder die Wirtschaft werden lässt, läuft man Gefahr, alles auf eine Karte zu setzen. Und das ist für mich kein Weg, Risiko zu managen. Wir möchten stattdessen viele kleine Entscheidungen, hauptsächlich auf Aktienebene, treffen und dabei mehr Treffer als Fehlschüsse erzielen.

Das dürfte eher zu nachhaltigem, langfristigem Erfolg führen, zumindest im Streben nach relativer Performance in einem Long-only-Fonds.

Was hält die Zukunft Ihrer Meinung nach für Investoren in Europa bereit? Gibt es immer noch Möglichkeiten für Stockpicker?

Im Moment werden alle Beweggründe für Aktieninvestitionen ganz klar in Frage gestellt. Aber ich glaube, wir bräuchten ein längeres Gespräch, um hier eine schlüssige Antwort zu finden. Ich vertraue auf den Umstand, dass es immer Unternehmen geben wird, die gefragte Waren und Dienstleistungen anbieten werden. Es wird technische Fortschritte geben, die die Produktivität in den alten Märkten fördern und dazu beitragen, auch ganz neue Märkte zu schaffen. Daran ist nicht zu rütteln, wie immer sich auch die Risikofreudigkeit der Investoren und das BIP-Wachstum entwickeln. Ich bleibe dabei: Es wird stets Gewinner und Verlierer unter den Unternehmen geben. Wenn es uns gelingt, durch Aktienbesitz am Erfolg der Gewinner teilzuhaben und dafür keinen zu hohen Preis zu zahlen, dann dürften wir auf lange Sicht eine gute Rendite erzielen.

Auf kurze Sicht sind die Aktienkurse, die man zurzeit für Unternehmensanteile an den Börsen verlangt, so niedrig wie seit sehr langer Zeit nicht mehr. Dadurch verschiebt sich das Risiko-Gewinn-Verhältnis im Vergleich zu früher zu unseren Gunsten.

Meiner Meinung nach dürfte Europa immer der Traum eines jeden Stockpickers sein. Es ist ein unglaublich breiter und vielfältiger Markt, und es müsste immer möglich sein, ein Portfolio aus hochwertigen Unternehmen mit guten Zukunftsaussichten aufzubauen. Mir scheint es, als ob sich der Markt gerade zu einem ergiebigen Jagdrevier für Stockpicker entwickelt, besonders bei mittelgroßen Unternehmen. Hier sind die Bewertungen und Erwartungen deutlich nach unten gegangen, nachdem dieser Bereich am Ende des Bullenmarktes auch am stärksten überbewertet war. Heute ist es sehr viel einfacher, überzeugende Möglichkeiten in Europa zu finden als noch vor einigen Jahren.

Risikowarnung: Anlagen in Wertpapieren unterliegen dem Marktrisiko und möglicherweise auch dem Wechselkursrisiko. Dieser Fonds kann im Rahmen des Anlageprozesses derivative Finanzinstrumente verwenden. Dies kann die Kursvolatilität des Fonds durch Verstärkung von Marktereignissen erhöhen.

Wichtige Informationen: Der Schroder ISF European Special Situations ist ein Teilfonds des Schroder International Selection Fund (die „Gesellschaft“), eines Umbrella-Fonds nach Luxemburger Recht. Verwaltet wird die Gesellschaft von Schroder Investment Management (Luxembourg) S.A. Dieses Dokument stellt kein Angebot und keine Aufforderung dar, Anteile an der Gesellschaft zu zeichnen. Keine Angabe in diesem Dokument sollte als Empfehlung ausgelegt werden. Die Zeichnung von Anteilen an der Gesellschaft kann nur auf der Grundlage des aktuellen Verkaufsprospekts und des letzten geprüften Jahresberichts (sowie des darauf folgenden ungeprüften Halbjahresberichts, sofern veröffentlicht) erfolgen. Weitere fondsspezifische Informationen können dem aktuellen ausführlichen sowie dem vereinfachten Verkaufsprospekt entnommen werden, die kostenlos und in Papierform bei den Zahl- und Informationsstellen in Deutschland (UBS Deutschland AG, Stephanstraße 14–16, 60313 Frankfurt am Main sowie Schroder Investment Management GmbH, Taunustor 2, 60311 Frankfurt am Main [nur Informationsstelle]) und in Österreich (Schoellerbank AG, Sterneckerstr. 5, 5024 Salzburg sowie Schroder Investment Management GmbH, Repräsentanz, Sky Offices – Top 13/16, Am Stadtpark 1, 1030 Wien [nur Informationsstelle]) erhältlich sind. Investitionen in die Gesellschaft sind mit Risiken verbunden, die im Verkaufsprospekt ausführlicher beschrieben werden. Die Drittdaten sind das Eigentum des oben angegebenen Dritten und werden ausschließlich zu Ihrer internen Verwendung bereitgestellt. Diese Daten dürfen nicht vervielfältigt oder weiterverbreitet und nicht zur Schaffung von Finanzinstrumenten oder -produkten oder von Indizes verwendet werden. Sie werden ohne Gewähr bereitgestellt. Weder der Eigentümer der Drittdaten noch eine andere an der Veröffentlichung dieser Unterlage beteiligte Partei haftet für etwaige Fehler. Der Wortlaut der besonderen Haftungsausschlüsse des Dritten kann unter den Rechtlichen Informationen der Webseiten www.schroders.de und www.schroders.at eingesehen werden. Der Wert einer und die Erträge aus dieser Anlage können schwanken, und Anleger erhalten den investierten Betrag möglicherweise nicht in voller Höhe zurück, da die Preise von Anteilen und die Erträge aus diesen Anteilen sowohl fallen als auch steigen können. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein zwingender Hinweis auf den künftigen Wertverlauf. Durch Wechselkursschwankungen kann der Wert einer Anlage im Ausland steigen oder fallen. Der Schroder ISF European Special Situations fällt nicht in den Geltungsbereich der EU-Richtlinie 2003/48/EG (Besteuerung von Zinserträgen). Herausgegeben von Schroder Investment Management Limited, 31 Gresham Street, London EC2V 7QA. Zugelassen und unter der Aufsicht der Financial Services Authority. 0409/w33311/DE0409