



STOCKPICKING BEI FIDELITY – WAS WIR ANDERS MACHEN

Bei der Auswahl eines Investmentfonds sind viele Anleger sicher schon einmal den Begriffen „Asset Allocation“, „Stockpicking“, „Top-down“, oder „Bottom-up“ begegnet. Damit werden bestimmte Anlagestile von Fondsgesellschaften beschrieben. Aber was bedeuten diese Begriffe konkret, und welchen Nutzen bringen sie im Investmentprozess?



„Früher war es in Europa sehr schwierig, Gesprächstermine bei Vorständen zu bekommen. Einmal hatte ein Broker ein Treffen mit einem bestimmten Unternehmen eingefädelt. Als unsere Fondsmanager eintrafen, wollte der Finanzchef sie nicht empfangen. Er dachte, sie seien gekommen, um ihm eine persönliche Finanzplanung anzubieten, statt ihn über seine Firma auszufragen! Zum Programm eines typischen Unternehmensbesuchs gehörte eher eine Führung durch das Firmenmuseum als eine Besichtigung der Werkshallen oder Gespräche mit den Finanzchefs und anderen Managern. Zum Glück ist da einiges anders geworden.“

Ein Asset-Allocation-Ansatz nach dem Top-down-Prinzip ist mit monatlichen oder vierteljährlichen Treffen verbunden, auf denen die geographische ebenso wie die Branchenaufteilung eines Portfolios beschlossen werden. Manchmal wird auch eine „Kaufliste“ erstellt, bei der ein Komitee genau festlegt, welche Titel der Fondsmanager für seinen Fonds kaufen darf. Somit wird der Investmentprozess von Entscheidungen bestimmt, die „ganz oben“ fallen. Eine andere Methode sieht vor, dass Entscheidungen nicht über Länder, sondern über einzelne Titel getroffen werden. Hierbei handelt es sich um einen nicht minder disziplinierten Ansatz, bei dem jedoch die **Titelauswahl** die Aufteilung des Fondsvermögens nach Ländern und Branchen bestimmt. Dieser Methode hat sich Fidelity verschrieben, und um sie geht es in diesem Artikel.

AM ANFANG STEHT DIE IDEE

Der erste Schritt bei der Titelauswahl ist die **Ideenfindung**. Bei der Suche nach geeigneten Kandidaten stützt sich der Analyst oder Fondsmanager auf Unternehmensbesuche, Branchenexperten, externe Analysen, Fachzeitschriften und Fidelity-Analysten an anderen Standorten. Viele Unternehmen suchen Fidelity in unseren Büros in aller Welt auf; ebenso fahren auch Analysten und Fondsmanager regelmäßig zu **Gesprächen** zu den Unternehmen. Bei solchen Begegnungen verläuft nicht immer alles nach Plan, wie einige der folgenden Anekdoten von unseren Fondsmanagern und Analysten deutlich machen.

Fidelity will die Unternehmen, in die wir investieren, bis ins **Detail** verstehen. Dazu gehört auch, dass wir die Triebkräfte der

Branchen verstehen, in denen diese Unternehmen operieren. Zu diesem Zweck sprechen wir mit Kunden, Lieferanten und Konkurrenten. So können wir die Stärken und Schwächen eines Unternehmens analysieren. Wir sind bestrebt, unkonventionell an Investmentthemen heranzugehen, um auf neue **Kaufideen** zu stoßen. Als Fidelity beispielsweise den Börsenprospekt der Satelliten-TV-Gesellschaft Sky (inzwischen wurde daraus BskyB) bekam, fanden wir darin Angaben über den geschätzten Wert der Fußballübertragungen. Dieser war aber in den Kursen der Fußballklubs selbst überhaupt nicht enthalten. Hier bot sich Manchester United an: Mit diesem Titel konnten unsere Fonds von der Anomalie profitieren und unseren Anleger zugute kommen. Kenntnisse der vertikalen und horizontalen Dynamik einer Branche wurden in diesem Fall reichlich belohnt.



„Einmal besuchten wir einen drittrangigen japanischen Schiffsbauer. Obwohl die Arbeiter auf der Werft einen sehr negativen Eindruck vermittelten (wegen der Probleme, die sie in dem hohen Wert des Yen und der Konkurrenz aus Korea sahen), erhielten wir vom neu ernannten Firmenchef eine ganz andere Botschaft. Er meinte, wir sollten doch einmal aus dem Fenster seines Büros schauen. Die Werft lag direkt neben den wichtigsten Marinestützpunkten der USA und Japans im Pazifik (von den Philippinen abgesehen). Sie war strategisch zu wichtig, als dass man eine Pleite der Werft zulassen würde! Deshalb war das Kursrisiko bei dem Titel sehr begrenzt und wir gewannen so viel Zuversicht, dass wir den Titel kauften.“

DAS UNTERNEHMEN IM BLICK

Unternehmensbesuche können sich als ausgesprochen nützlich erweisen, wenn es darum geht, Anlageideen zu bestätigen oder zu verwerfen. Eine andere Anekdote handelt von einem Besuch bei einer Bekleidungsfirma. Dieses Unternehmen konnte es angeblich mit anderen europäischen Modehäusern aufnehmen und hatte begonnen, ins Ausland zu expandieren. Der Besuch war ungemein aufschlussreich. Als unsere Leute bei dem Unternehmen vorfuhren, fiel ihnen sofort auf, dass die Zentrale sehr vornehm gestaltet war – ein Glasbau, an dem viele Firmenflaggen wehten – und dass auf dem Parkplatz fast nur Luxuslimousinen standen. Dabei zählte das Unternehmen von der Marktkapitalisierung her zu den Nebenwerten. Es stellte sich heraus, dass der Chef des Unternehmens etwas exzentrisch war. Er wechselte alle drei Monate den Firmenwagen. Bei Reisen ins Ausland nahm er nie etwas anzuziehen mit, sondern

kaufte sich vor Ort Kleidung, um sie bei der Abreise zurückzulassen. Seinen Angestellten machte er ständig kostspielige Geschenke; sie durften ihre Haustiere mit in die Firma bringen, „um das Arbeitsklima zu verbessern“. Das **Team** entschied, dass dieser Titel wohl doch keine so gute Idee für ein Investment war.

ANALYSTEN GEHEN INS DETAIL

Der nächste Schritt im Stockpicking-Prozess, der auf die erste vorläufige Auswahl und Prüfung von Anlageideen folgt, sind **Fundamentalanalysen**. Ihr Gegenstand sind die Ertragsprognosen des Unternehmens, seine finanzielle Situation und die aktuellen und potenziellen Cashflows.

Der Analyst holt bei Gesprächen mit Wettbewerbern, Zulieferern und Kunden weitere Informationen ein. So kann er sich ein detailliertes Bild von den Faktoren machen, die Einfluss auf die zukünftige Ertragskraft

und Gewinnentwicklung haben. Bestehende und neue Anlageideen werden ständig durch Kontakte mit Unternehmensvorständen und Konkurrenten, Lieferanten und Kunden überwacht. Anmerkungen und Notizen über Unternehmen stehen unseren Fondsmanagern und Analysten weltweit über unser Intranet zur Verfügung, sie sind allerdings streng vertraulich. Zusammen mit Finanzmodellen bilden diese Informationen die Grundlage für die **Bewertungsanalyse**, mit der unser Analyst genau ermittelt, was das Unternehmen wert ist.

DER ANALYSE FOLGT DAS RATING

Wenn diese detaillierte Analyse komplett ist, erteilen die Analysten **Ratings** zwischen 1 und 5, wobei 1 „unbedingt kaufen“ und 5 „unbedingt verkaufen“ bedeutet. Ein Titel erhält eine 1, wenn der Analyst der Meinung ist, dass die fundamentalen Aussichten im Aktienkurs noch nicht enthalten sind. Eine Verkaufsempfehlung wird erteilt, wenn sich



die Fundamentaldaten verschlechtern und/oder der Aktienkurs dem potenziellen Wert des Unternehmens bereits voll entspricht.

Die Auswahl interessanter Titel erfolgt nicht immer wie im Lehrbuch. Entscheidend ist immer das gründliche Verständnis des einzelnen Unternehmens. **Hier unterscheidet sich Fidelity von seiner Konkurrenz.** Wir stellen frisch gebackene Absolventen mit wirtschaftswissenschaftlicher Ausrichtung ein, die von renommierten Hochschulen, den so genannten Business Schools, kommen. Diese bilden wir zuerst zu Analysten aus, die wissen, wie man die Gewinner herauspickt, und dann zu Fondsmanagern. Wir untersuchen weltweit mehr Unternehmen als die meisten anderen Investmenthäuser und haben große Summen in unseren globalen Researchprozess investiert.

REGION	AKTIEN	FONDSMANAGER SONSTIGES	GESAMT	AKTIEN	ANALYSTEN SONSTIGES	GESAMT
GB/Europa	21	4	25	56	8	64
Japan	10	0	10	22	0	22
Südostasien	8	0	8	18	0	18
Nord-/Südamerika	74	29	103	130	56	186
GESAMT	113	33	146	226	64	290

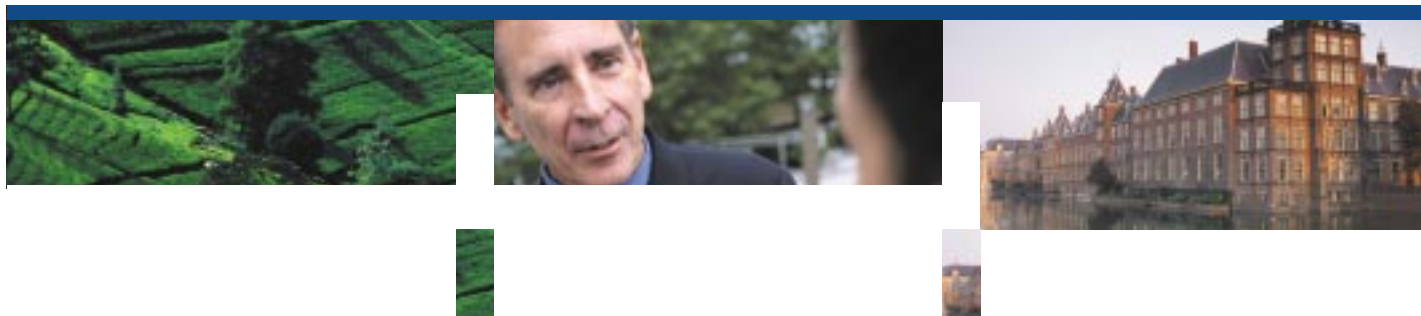
Quelle: Fidelity, 30. September 2001

DAS RESEARCH GLOBAL AUSRICHTEN

Da wir weltweit arbeiten und aufgrund der fortschreitenden Globalisierung der Unternehmen, in die wir investieren, ist Fidelitys Research-Team nach **globalen Branchen** organisiert. Die zunehmende Angleichung der wirtschaftlichen Bedingungen und der

wachsende grenzübergreifende Wettbewerb innerhalb von Branchen haben bewirkt, dass die Bedeutung branchenspezifischer Faktoren gegenüber länderspezifischen steigt. Das gilt besonders für die Bewertung und Analyse einzelner Unternehmen. Durch die Branchenstruktur sind unsere Analysten in der Lage, Branchentrends und Themen in

„Einer unserer Londoner Analysten untersuchte Casinos. Noch ein paar Jahre zuvor wurde ein europäischer Kasino-Titel vor allem von der Performance des jeweiligen Casinos in den USA vorangetrieben. Der Analyst aus London setzte sich mit zwei Kollegen in den USA in Verbindung: dem Aktienanalysten, der die Casinos in den USA abdeckt, und dem High-Yield-Analysten, der die Anleihen von US-Kasinos untersucht. Beide hatten das Kasino in den USA persönlich besucht. Dabei hatten sie grundlegende Mängel entdeckt, die ihrer Meinung nach dazu führen würden, dass das Kasino weniger Erfolg haben würde, als das Unternehmen angenommen hatte. Es stellte sich heraus, dass ihre Analyse korrekt war und die Rentabilität des betreffenden Casinos weit von den Erwartungen entfernt war. Was wiederum dazu führte, dass das europäische Kasino seinen finanziellen Verpflichtungen nicht nachkommen konnte. Wir stuften den Wert weiterhin als Verkauf ein. Während dieser Zeit fielen die Aktien um 70%.“



einem Markt zu ermitteln und ihre Auswirkungen auf andere Märkte vorherzusehen.

Auf globaler Ebene kann dies bedeuten, dass der Anstieg der Nachfrage nach einem bestimmten Produkt wie etwa Halbleitern oder die Auswirkungen, die ein neues Produkt auf die Nachfrage nach bestehenden Produkten haben könnte, vorausgesehen werden können. Beispielsweise besteht ein direkter Zusammenhang zwischen der Internet-Nutzung und der PC-Nachfrage. Auf der Länderebene kann es lohnend sein, Übernahmeziele und Branchen zu ermitteln, in

denen Fusionen und Übernahmen am meisten Sinn machen. Ein **globaler Ansatz** kann auch helfen herauszufinden, wie ein Unternehmen wahrscheinlich vom Markt bewertet wird – ob der Gewinn die größere Rolle spielt oder der Substanzwert.

INFORMATIONEN NUTZEN

Bei der Beobachtung eines Investments in einem europäischen Elektronikhersteller erwiesen sich Fidelitys weltweite Research-Kapazitäten als außerordentlich wertvoll. Der für die Fertigungsbranche zuständige

Analyst in Hongkong informierte den Fondsmanager, dass einer der Zulieferer des europäischen Elektronikunternehmens weniger Aufträge erhielt. Er brachte auch in Erfahrung, dass andere Zulieferer das gleiche Problem hatten. Zur gleichen Zeit fand ein ebenfalls in Hongkong ansässiger Analyst für die Konsumgüterbranche heraus, dass den Konkurrenten des Unternehmens ein immer schärferer Wettbewerb zu schaffen machte. Außerdem stellte der für den amerikanischen Einzelhandel zuständige Analyst fest, dass die Kunden des Unternehmens in den USA Kostensenkungen

DURCH UNABHÄNGIGE UMFRAGEN BESTÄTIGT: AUSGEZEICHNETES RESEARCH FÜHRT ZU ERFOLGREICHER TITELAUSWAHL

Reuters Surveys 2000*:

Anteil der Finanzvorstände, die für ein Unternehmen gestimmt haben (in Prozent)

UK LARGER COMPANY			HONG KONG & CHINA *		
1.	Fidelity Investments	10,60%	1.	Fidelity Investments	15,72%
2.	Merrill Lynch IM	7,99%	2.	Capital Group	5,89%
3.	Schroder IM	6,66%	3.	Jardine Fleming	5,80%
UK SMALLER COMPANY			US LARGER COMPANY		
1.	Fidelity Investments	8,60%	1.	Fidelity Investments	12,16%
2.	Capital Group	6,89%	2.	Capital Group	11,41%
3.	M&G IM	5,41%	3.	Wellington Mgmt. Co.	8,37%
EUROPEAN LARGER COMPANY			UK MID TO SMALLER COMPANY*		
1.	Fidelity Investments	12,92%	1.	Fidelity Investments	8,97%
2.	Capital Group	11,62%	2.	Wellington Mgmt. Co.	7,06%
3.	JP Morgan IM	6,85%	3.	Capital Group	5,71%
EUROPEAN SMALLER COMPANY					
1.	Fidelity Investments	12,67%			
2.	Capital Group	4,32%			
3.	JP Morgan Fleming AM	3,99%			

Anmerkung: Die Reuters-Umfragen werden von Tempest Consultants Limited durchgeführt.
* Reuters-Umfragen 2000; 2001 noch nicht veröffentlicht

Die Qualität unseres Research wird auch von unabhängigen Umfragen bestätigt. Besonderen Stellenwert haben die Reuters/ Tempest-Umfragen, die in der Branche als Maßstab für Research-Erfolg gelten. Für ihre Untersuchung über Fondsgesellschaften schreibt Tempest Consultants börsennotierte Unternehmen direkt an und bittet sie um Nennung von Name und Position der fünf Analysten und Fondsmanager, die sie für die besten halten. Als Maßstab sollen ihre Kenntnis des Unternehmens und der Branche sowie die Qualität ihres Kontakts zu dem Unternehmen auf Meetings und in Telefongesprächen herangezogen werden. Die Übersicht zeigt, dass Fidelity in mehr als nur einer Kategorie die Nase vorn hat.

Das also sind die Hauptelemente von Fidelitys Stockpicking-Strategie nach dem Bottom-up-Prinzip, die uns von der Masse unterscheidet und sich – nach internen und externen Maßstäben – als erfolgreich bewährt hat. Wir haben uns dem globalen Ansatz verschrieben und stecken umfangreiche Investitionen in den Ausbau unserer Research-Infrastruktur. Dadurch verschaffen wir uns bequemen Zugang zu Research-Informationen weltweit, was unserer Analyse-Abteilung hohe Anerkennung und unseren Anlegern solide langfristige Ergebnisse beschert.



vornahmen, um weiter die Geräte des Elektronikherstellers zu verkaufen. Ein anderer Analyst in Japan analysierte die Substitutionsgüter, die Endverbraucher als Alternative zu den Produkten des Unternehmens kaufen konnten, und fand heraus, dass die Preise in der Branche fielen und der Marktanteil wuchs.

Durch **globales Research** wurde offenbar, dass der europäische Elektronikhersteller in Kürze in Schwierigkeiten geraten würde, und der Fondsmanager verkaufte daraufhin seinen Aktienbestand. Wenige Monate später veröffentlichte das Unternehmen eine Gewinnwarnung, und der Aktienkurs fiel.

Fidelity verfügt über **sehr beeindruckende weltweite Kapazitäten beim Research**, die in den letzten zehn Jahren aufgebaut wurden.

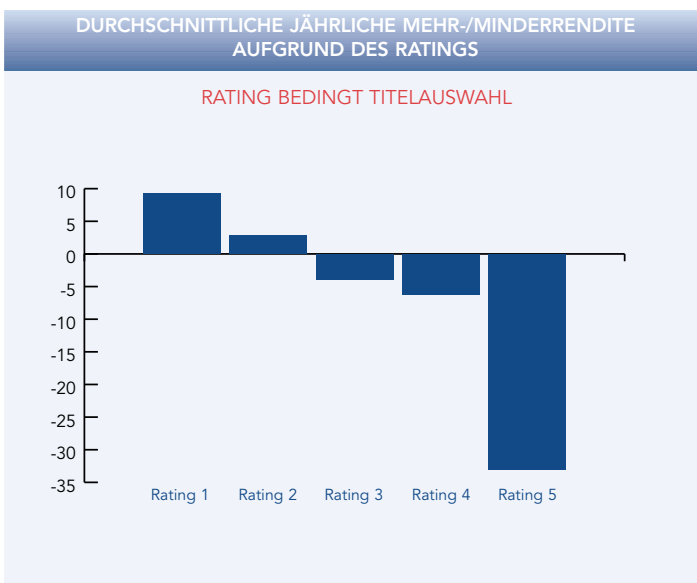
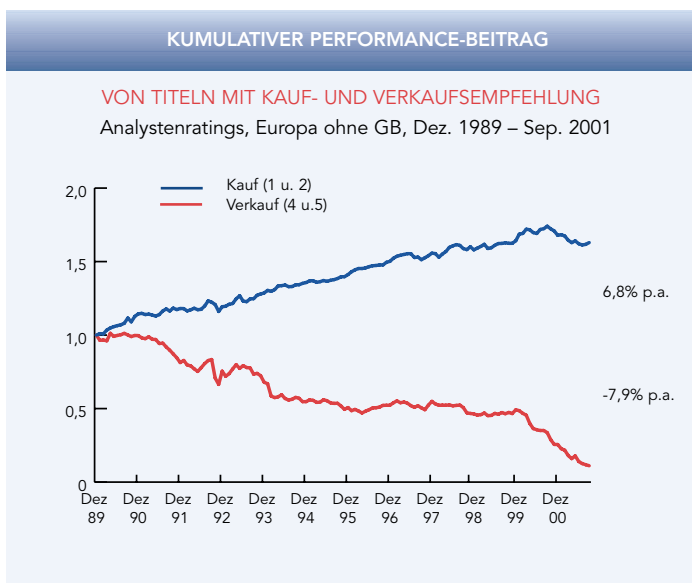
KOMMUNIKATION IST DAS A UND O

Um den **weltweiten Informationsaustausch** der Analysten untereinander und mit den Fondsmanagern zu ermöglichen, hat Fidelity seine **globalen Kommunikationssysteme** mit hohem Investitionsaufwand ausgebaut. So werden etwa die Research-Berichte der Analysten in unser globales Intranet gestellt. Fidelity hat außerdem einen globalen **Voice-mail**-Verteiler eingerichtet, ferner einen Meeting-Scheduler, ebenfalls auf Web-Basis. Auf unseren **Intranet**-Seiten kann unser amerikanischer Automobil-Analyst die neuesten Berichte über Toyota von unserem Automobil-Analysten in Tokio lesen. Er kann mit den Analysten in Tokio rund um die Uhr mit Hilfe unserer globalen Intranet- und Voicemail-Systeme kommunizieren. Fidelitys globales **Telekonferenz**-System wird zum Beispiel für Review-Meetings zur Entwick-

lung in einzelnen Branchen eingesetzt.

Betrachten wir einmal einen Zeitraum von gut zehn Jahren, welcher kumulative Beitrag zur Wertentwicklung auf Titel in Kontinentaleuropa zurückgeht, die wir zum Kauf beziehungsweise Verkauf empfohlen haben. Die Abbildung unten links zeigt, dass die Ratings „unbedingt kaufen“ und „kaufen“ (1 und 2) unserer Analysten eine kumulative Outperformance gegenüber dem Index von 6,8% jährlich ergeben hätten. Die zum Verkauf empfohlenen Titel hätten dagegen eine Underperformance von 7,9% jährlich verursacht. Die durchschnittliche jährliche Mehr- bzw. Minderrendite ist ebenfalls mit dem Rating ausgewiesen. Wie in der Graphik unten rechts zu sehen, schneiden Titel mit dem Rating „unbedingt kaufen“ (1) deutlich besser ab als solche mit dem Rating „unbedingt verkaufen“ (5).

Analyse des Performance-Beitrags detaillierter Analysen in Kontinentaleuropa:



Quelle: Fidelity, 30. September 2001. Beide Graphiken zeigen die relative Performance gegenüber dem Index. Zur Performance tragen sowohl Kauf- als auch Verkaufsentscheidungen bei. Analysten-Rating: 1 = unbedingt kaufen, 5 = unbedingt verkaufen