

AKTIV-PASSIV: UNTERSCHIEDLICHE ANL ODER GLAUBENSBEKEN

ANLAGESTILE UNTERSCHIEDLICH? DAS ERGEBNIS?

Die Vehemenz, mit welcher Asset Manager ihre praktizierte Anlagephilosophie vertreten, lässt bisweilen vermuten, dass es sich beim Begriffspaar «aktiv-passiv» nicht bloss um eine Einteilung unterschiedlicher Anlagestile handelt, sondern beinahe eine Glaubensfrage dahinter steckt. B2B ging die Diskussion sachlich an und unterhielt sich mit ausgewiesenen Vertretern der beiden Bereiche über die jeweiligen Vorzüge, Erfolgs-Voraussetzungen, mögliche Definitionen und Fragen der Koexistenz.

Unsere Diskussionspartner waren Josef Bossi (State Street Global Advisors), Daniel Bruderer (ABN AMRO Asset Management), Xavier Clavel (GAM), **Stéphane Gutzwiller (E. Gutzwiller & Cie, Banquiers)**, René Schneider (Julius Bär Asset Management) und Alfred Strebler (Fidelity Investments International).



Gibt es Richtlinien, ab wann ein Fonds tatsächlich als aktiv verwaltet bezeichnet werden darf?

Schneider: Mit der Ausnahme einer vollen Replikation einer Benchmark enthalten alle Anlagestrategien aktive Elemente. Wenn ein Aktienfonds nebst dem Eingehen von systematischem Risiko oder Marktrisiko auch einem unsystematischen oder titelspezifischen Risiko unterliegt, dann ist dies ein aktiver Fonds. Konkret heisst dies, dass ein Fondsmanager aufgrund von Prognosen aktive Wetten eingeht, um eine vorgegebene Benchmark zu übertreffen.

Clavel: GAM verzichtet bewusst darauf, Fondsmanagern genaue Richtlinien an

die Hand zu geben. Der Fondsmanager unterliegt in seinen Entscheidungen also keiner Hausmeinung, die von einem Investmentkomitee vorbestimmt ist. Aktives Management lässt sich weder an Zahlen festmachen noch in eine bestimmte Schublade pressen. Auch ist es keine trickreiche Marketingerfindung. Aktives Management ist vielmehr ein gedankliches Rahmenwerk, ein fest formuliertes Ziel für «Relative-Return-Fonds», damit sie sich besser als die Benchmark entwickeln. Dies wird dadurch erreicht, dass der Fondsmanager durch gezielte Titelauswahl aktive Engagements eingeht, die von der neutralen Benchmark-Position

bewusst abweichen. Das gilt auch für «Absolute-Return-Fonds», die keine Korrelation zu den herkömmlichen Aktienmärkten aufweisen.

Gutzwiller: Sicher gibt es didaktische Grundsätze, die auch wir befolgen. Wir möchten es wie folgt definieren: Je mehr ein Fondsmanager seiner Überzeugung folgend vom Vergleichsindex und von der Gesamtbewegung des Marktes abweicht, umso offensiver und aktiver sind seine Anlagetechniken.

Was heisst in diesem Zusammenhang «enhanced indexing»? Gibt es eine graduelle Abstufung bei Passiv-Investments?

Bossi: Grundsätzlich kann gesagt werden, dass das Ziel eines indextierten Portfolios darin besteht, die Risiko- und Rendite-Eigenschaften eines Indexes möglichst genau abzubilden. Bei «enhanced indexing» geht man neben der reinen Indexabdeckung einen Schritt weiter und setzt sich zum Ziel, die Benchmarkrendite durch eine grosse Anzahl kleiner Wetten zu übertreffen. Enhanced ist für uns also nicht einfach ein passives Portfolio, bei dem man durch geschicktes Handeln von Indexveränderungen oder einzelnen Ereignissen (Fusionen, Übernahmen, etc.) eine kleine Outperformance erzielt, sondern ein gezielter, systematischer und risikokontrollierter Aktienaushwahlprozess. Bei SSgA bleibt ein Enhanced Portfolio gegenüber seiner Benchmark dennoch Stil-, Grössen- und Beta-neutral; Abweichungen ergeben sich insbesondere auf der Länder- und Sektoren-Ebene. Einen einheitlichen Gebrauch von Enhanced gibt es nicht; wir denken jedoch, dass Enhanced-Strategien generell einen Tracking Error aufweisen, der in etwa zwischen 0.5% und 2% liegt.

Ist die oft zitierte Grösse des Tracking Error die einzige Messzahl für den Aktivitätsgrad oder gibt es noch andere, weniger bekannte Kriterien?

Strebel: Der Tracking Error ist sicherlich nicht die einzige Messzahl. Ich würde argumentieren, dass das sogenannte

«active money» – d.h. die Summe der positiven Übergewichtungen in einem Portfolio, ausgedrückt als Prozentzahl – eine akkuratere Methode ist. Ich gebe ein Beispiel anhand unseres FF-America Fund: Der Fondsmanager macht gerne sogenannte «pair trades», womit er einen Sektor in dem Masse übergewichtet, wie er einen anderen, mit ähnlichen Charakteristiken notabene, untergewichtet (Übergewichtung Telecom und Untergewichtung Technologie als mögliche Variante). Das Netto-Resultat ist ein tiefer Tracking Error im Vergleich zur Benchmark, aber mit einem gleichzeitig hohen Niveau von «active money» durch starke individuelle Aktienübergewichtungen.

Bruderer: Der Tracking Error ist wohl tatsächlich die beste Einzel-Messgrösse, dennoch ein eher «stumpfes Instrument». Zum einen wird die Analyse vom Kunden gewöhnlich erst im Nachhinein durchgeführt, woraus ein ganz anderes Risikomass resultieren kann, als damals vom Portfoliomanager beabsichtigt worden ist. Zum anderen wird die Berechnung des Tracking Error stark von historischen Daten beeinflusst, welche das Risiko zu Beginn der Betrachtung möglicherweise nicht genau wiedergeben. Ein Portfoliomanager, der sich stark an einem bestimmten Stil orientiert, welcher sich in jüngster Vergangenheit durch eine hohe Korrelation zum Markt auszeichnete, könnte das Tracking-Error-Risiko beispielsweise unterschätzen, falls sich die damals errechnete hohe Korrelation nun plötzlich ändert.

Clavel: Ich denke, die Manager sollten nicht vergessen, dass es weder Richtlinien noch feste Vorgaben sind, die darüber entscheiden, ob ein Fonds das Prädikat «aktiv verwaltet» verdient oder nicht. Darüber entscheiden am Ende die Anleger.

Variiert bei Ihnen die Höhe des Tracking Error (d.h. der Aktivitätsgrad) in unterschiedlichen Börsenphasen? Oder anders gefragt: Ist die Kennzahl als Steuerungselement klar vorgegeben oder wird sie erst ex post bestimmt?

Schneider: Der Tracking Error ist ein nützliches Steuerungselement, um ein Portfolio innerhalb eines meist vom Kunden vorgegebenen Risikobudgets zu verwalten. Wir verwenden dazu die Ex-ante-Grösse und variieren diese im Zeitablauf und über verschiedene Marktphasen hinweg. Wie wir beim Autofahren nicht mit voller Beschleunigung durch jede Kurve steuern, sind wir auch in den Finanzmärkten nur dort Risiken einzugehen bereit, wo wir entsprechend entschädigt werden.

«Der Tracking Error ist für einen aktiven Manager eine Art Währung, die es umsichtig und klug einzusetzen gilt.»

Daniel Bruderer

Strebel: Es ist wichtig zu wissen, dass die Werte während unterschiedlichen Börsenphasen automatisch variieren können. Weil bei unserer Fondspalette die Tracking-Error-Werte nicht aktiv bewirtschaftet werden, sondern aufgrund gezielter Titelauswahl resultieren, haben 2005 einige Kunden festgestellt, dass die Werte im Vergleich zur Periode 2003 gefallen sind und sich entsprechend bei uns nach den Gründen erkundigt. Die Erklärung liegt darin begründet, dass im Jahr 2004 die Streuung der Erträge in globalen Aktienmärkten innerhalb Sektoren, Länder und sogar einzelnen Aktien eine der tiefsten seit etwa 30 Jahren war. Dieser Trend hat sich nicht stark verändert 2005, trotz der anfänglich relativ hohen Volatilität von März bis Mai. Eine tiefe Streuung der Erträge impliziert nun weniger Potenzial für Abweichungen von Benchmarks und dies wiederum tiefere

Tracking-Error-Werte für Fonds. Wir benützen sowohl Ex-post- wie auch Ex-ante-Kennzahlen, jedoch nicht als aktives Steuerungswerkzeug. Die Bestimmung von Ex-ante-Werten mag ein nützliches Hilfsmittel sein, um Zukunftsinformation zu extrapolieren.

Bruderer: Der durchschnittlich angepeilte Tracking Error ist bei uns relativ stabil und ergibt sich aus den Risiko/Rendite-Zielen des Kunden sowie aus den potenziellen Überschussrenditen im betreffenden Markt. Der Tracking Error kann für einen aktiven Manager als eine Art Währung betrachtet werden, die es umsichtig und klug einzusetzen gilt. Unsere Gesellschaft bestimmt aber jeweilige Höchstwerte dieser Kennzahl.

Gutzwiller: Der Tracking Error ist tatsächlich ein häufig verwendetes Risikomass. Die Verwendung dieser Kennzahl als Steuerungselement ist aber nur dann sinnvoll, wenn eine geeignete Referenzgrösse existiert und das Risikoprofil des Portfolios demjenigen des Vergleichsindex entspricht. Unsere Portfolios werden selektiv verwaltet und wir orientieren uns nicht an einer bestimmten Benchmark. Die Fondsmanager sind, von den regulatorischen Anlagebeschränkungen einmal abgesehen, nicht an fix vorgegebene Bandbreiten gebunden, weshalb wir auch zwangsläufig von der Ideallinie abweichen.

Clavel: Dies ist auch bei uns so. GAM verpflichtet ausgewiesene interne, assoziierte wie auch externe Fondsmanager und gesteht ihnen im Rahmen des vereinbarten Mandates Freiheit und Unabhängigkeit bei Anlageentscheidungen (Titelauswahl, Portfoliostrukturierung sowie Liquiditäts- und Währungsentscheidungen) zu. Dies gilt insbesondere auch für die Höhe des Tracking Error, die den Fondsmanagern nicht vorgegeben ist. Viele unserer



Fondsmanager sehen ihren Mehrwert im aktiven Management des Fonds und variieren den Aktivitätsgrad und damit den Tracking Error je nach Marktkonstellation, so dass sie nicht einem vorgegebenen Wert folgen wollen.

Wie beurteilen Sie die Idee eines Klassifizierungssystems nach verschiedenen Tracking-Error-Größen (zum Beispiel passiv: TE <1%, semi-aktiv: TE 1–3%, aktiv: TE 3–8%, sehr aktiv: TE >8%)?

Gutzwiller: Wir halten nicht viel von einer Klassifizierung. Ein Tracking Error eines Fonds unterhalb von 1% bedeutet, dass die Performance in etwa der Marktentwicklung entspricht, einer über 8% weist auf eine starke Outperformance hin. Der erste Manager folgt dicht – möglicherweise ohne eigene Anlagestrategie – einer Benchmark, während der zweite entschlossen den Weg der aktiven Aktienauswahl geht. Beide Fonds können von sich behaupten, aktiv verwaltet zu sein. Dennoch: Markterhebungen zufolge liegt der durchschnittliche Tracking Error für aktiv verwaltete Aktienportfolios zwischen 2% und 6%.

Bossi: Ich sehe dies differenzierter. Bestimmt würde diese Vorgabe dem Investor einen zusätzlichen Anhaltspunkt bezüglich Risikoeinschätzung einer Strategie gegenüber dessen Benchmark bieten. Für Verwalter jedoch könnte es eine zusätzliche Einschränkung ihres Anlageprozesses darstellen. Die Klassifizierung nach Tracking Error sagt aber nichts aus über die Höhe der Outperformance und gerade in den als aktiv oder sehr aktiv bezeichneten Segmenten ist der Wert ganz einfach das Resultat des Anlageprozesses – ohne dass dieser auf eine bestimmte Bandbreite ausgerichtet und bewusst gesteuert wird. Die erwähnten Grenzen scheinen mir zudem sehr arbiträr; unsere Enhanced-Aktienstrategien sind beispielsweise auf einen Ex-ante-Wert von 0.6% bis 0.8% ausgerichtet und erzielen häufig Information Ratios um 1. Die meisten indexierten Strategien sollten klar unterhalb eines Tracking Errors von 0.5% bleiben.

«Aktiv» respektive «passiv» stellt ja eine Umschreibung für den Anlagestil in einem Fonds dar. Er ist weitgehend geprägt entweder durch den Inhalt des Fondsreglements oder aber durch den persönlichen Führungsstil des Fondsmanagers respektive beides. Heisst «aktiv» und «passiv» auch Mensch gegen Maschine – sprich: Computer/Computermodelle?

Schneider: Der passive Manager versucht einen Index möglichst nahe abzubilden, während der aktive Manager sich zum Ziel setzt, einen Vergleichsindex zu übertreffen. Die Umsetzung beider Anlagestile ist heute allerdings ohne computergestützte bzw. quantitative Methoden nicht durchführbar. Wir erwarten auch von

«Auch die Entscheidung,
nicht zu investieren,
ist eine aktive
Anlageentscheidung.»

Xavier Clavel

einem aktiven Manager, dass er grundsätzlich jeden Vergleichsindex mit Hilfe einer Portfoliooptimierung abbilden kann. Darüber hinaus nutzen wir



unsere Prognosekompetenz – primär in den Bereichen Stilrotation und Titelauswahl –, um eine nachhaltige Wertegenerierung zu erzielen. Somit arbeitet der Mensch mit der Maschine und kaum gegen sie.

Strebel: Bei der beinahe philosophischen Frage, ob Investieren nun Kunst oder Wissenschaft sei, glauben wir bei Fidelity, dass es zwar beides erfordert, primär jedoch die Kunstfertigkeit. Unsere Fondsmanager haben sehr guten quantitativen und technischen Support, aber die ultimative Entscheidung, ob gekauft oder verkauft wird, liegt in ihrem persönlichen Ermessen.

Bruderer: Richtig. Unser aktiver Ansatz basiert oft auf modellgestützten Strategien und menschlichem Urteil zugleich. Qualitative und quantitative Ansätze haben beide ihre jeweiligen Stärken und Schwächen. Wir versuchen daher, die beste Kombination zu wählen, um die gewünschten Anlageergebnisse zu erzielen. Unter bestimmten Umständen kann dies dazu führen, dass wir uns zu hundert Prozent auf den einen oder anderen Ansatz verlassen.

Ist aktiv-passiv eine Frage des Anlagehorizonts oder der Häufigkeit von Umschichtungen?

Gutzwiller: Nein. Mensch oder Maschine ist kein Unterscheidungsmerkmal für aktiven oder passiven Anlagestil, und schon gar nicht die Häufigkeit von Umschichtungen. Aktiv sein bezieht sich meines Erachtens nie auf die Handlungsintensität, sondern auf die bewusste Entscheidung bei der Auswahl von Anlagen durch gezielte Titelselektion und Timing. Passiv sein kennzeichnet den Versuch, einen Index möglichst dicht nachzubilden. Der Vergleich aktiv-passiv ist also vielmehr eine Frage der avisierten Märkte und deren Effizienz.

Clavel: Aktives Management hat wenig mit der Häufigkeit von Transaktionen innerhalb eines Portfolios zu tun. Als – zugegebenermassen – extremes Beispiel könnte man hier einen aktiven Fondsmanager anführen, der in den Baisse-Jahren

2001 und 2002 ausschliesslich liquide Mittel hielt, während die weltweiten Aktienmärkte im gleichen Zeitraum Kursverluste von mehr als 40% auf Frankenbasis erlitten. Praktisch keine Transaktionen auf Portfolioebene, dafür aber eine äusserst aktive Positionierung gegenüber den Aktienmärkten, was im Nachhinein betrachtet die richtige Anlageentscheidung gewesen wäre. Oder anders ausgedrückt: Auch die Entscheidung, nicht zu investieren, ist eine aktive Anlageentscheidung und ein häufiges Umschichten der Positionen keineswegs ein Garant für Anlageerfolg.

Bossi: Auch ich denke, dass die Frage weder mit dem Anlagehorizont noch mit der Umschichtungshäufigkeit beantwortet werden kann. Im Vordergrund steht wohl der Glaube eines jeden an die Effizienz von einzelnen Märkten. Aktive Anleger glauben, dass Märkte teilweise ineffizient sind und versuchen, temporäre Fehlbewertungen auszunutzen. Bei erfolgreicher Umsetzung erzielen sie damit eine Überrendite, sollten die Kosten nicht höher sein als der damit erzielte Gewinn. Weiter spielt aber auch die Überlegung hinein, dass alle Anleger zusammen den Markt bilden und damit die Durchschnittsperformance aller Anleger eben die Markt- oder Indexperformance ist. Nach Kosten liegt der Schnitt damit unter der Marktperformance. Wer auf aktive Vermögensverwalter setzt, geht also die Wette ein, aus der Masse die wenigen auswählen zu können, die es über längere Frist schaffen, den Index zu schlagen. Kein einfaches und mit Risiken verbundenes Unterfangen, das sich gemäss Statistiken in gewissen entwickelten Märkten immer weniger lohnt.

Strebel: Um Ihre Frage zu beantworten: Keines von beidem. Passives Investieren heisst, dass ein Investor sich dem Marktrisiko aussetzt, um einen Ertrag zu erwirtschaften. Aktives Investieren hingegen bedeutet, dass ein Investor neben dem Marktrisiko zusätzlich noch ein titelspezifisches Risiko eingeht, um einen Ertrag zu erwirtschaften. Wir glauben daran, dass ein höheres Risiko auch einen höheren Ertrag erzeugen dürfte.

Ob eher «aktiv» oder eher «passiv» hängt oft von zwei Ebenen ab: der Anlageausrichtung des Portfolios und den Grundsätzen zur Auswahl der einzelnen Wertschriften. Gibt es weitere entscheidende Unterscheidungsmerkmale?

Bruderer: Dies sind in der Tat die entscheidenden Kriterien. Sie setzen jedoch eine vorgängige Stellungnahme zur Anlagephilosophie voraus. Aktive und passive Fondsmanager haben sehr unterschiedliche Ansichten darüber, ob es eine vollkommene Markteffizienz gibt und ob ein versierter Anleger eine bessere Wertentwicklung erzielen kann.

Schneider: Aktiv weist ein höheres Ertragspotenzial gegenüber der Markt-

rendite aus, während passiv maximal den Indexertrag abzüglich Kosten erreicht. Aktiv erlaubt die Nutzung von Preisanomalien auf Stil- oder Titelebene während passiv ausschliesslich dem Marktrisiko unterliegt. Bei aktiv kann eine konzentrierte Vermögensallokation bei einseitig ausgerichteten Indizes wie zum Beispiel dem SMI übersteuert werden, während Passiv-Investments eine Individualisierung von Anlagerichtlinien nicht vorsehen. Gerade in der Schweiz ist es für Vorsorgeeinrichtungen oft nicht unproblematisch, zwei Drittel ihres Schweizer Aktienexposures in nur fünf grosskapitalisierten Titeln zu halten. Die mit dem passiven Investieren assoziierten



Diversifikationsvorteile wirken hier nur beschränkt.

Was heisst passives Investieren genau? Welche Elemente kommen da beispielsweise zum Einsatz?

Bossi: Idealerweise spricht man nicht von passivem, sondern von indexiertem Investieren. Das Ziel besteht immer darin, die Rendite eines Indexes zu jeder Zeit so genau wie möglich abzubilden. Bei liquiden Aktienmärkten ist die effizienteste und günstigste Methode meist jene der vollen Replikation, das heisst Vertretung der einzelnen Aktien mit genau den gleichen relativen Gewichten wie im Index. Die Aufgabe des Portfoliomanagers besteht dann darin, die anfallenden Geldflüsse und Dividenden zu reinvestieren und die Veränderungen des Indexes nachzubilden. Dabei darf er jedoch die Transaktionskosten nicht aus den Augen verlieren. Häufig werden Futures eingesetzt, um auf zwischenzeitlicher Liquidität eine indexnahe Rendite zu erhalten. Auch ein indexiertes Obligationenportfolio kann die Performance der Benchmark nachbilden, indem dieses alle Kennzahlen (Coupon, Rendite, Duration, Konvexität, Restlaufzeit etc.) abdeckt. In der Regel wird dazu die Methode der Optimierung oder des Samplings angewandt, denn eine vollständige Nachbildung des Indexes ist nicht sinnvoll. Einerseits haben viele Obligationen vergleichbare Eigenschaften/Kennzahlen und andererseits sind viele von ihnen illiquid und können nicht in beliebigem Umfang respektive nur zu hohen Kosten gekauft werden. Im Gegensatz zu den Aktien wird man beim Indexieren von Obligationenportfolios das Augenmerk darauf richten, jene Emittenten zu identifizieren, bei denen mit einer negativen Entwicklung gerechnet werden muss. Diese wird man nach Möglichkeit entsprechend meiden.

Die Risikoneigung und -fähigkeit von Investoren ist bekanntlich unterschiedlich. Sind heute nach verschiedenen Risikoklassen konzipierte, rein passiv gemante Portfolios erhältlich?



Bossi: Aktuell bieten wir keine solchen Gesamtfonds an, jedoch liefern wir die einzelnen indexierten Bausteine für eine passive Umsetzung der Anlageallokation. Die Verantwortung für die strategische und taktische Allokation sowie die Risikosteuerung liegt weiterhin beim Investor.

Ist die Diskussion um aktives und indexiertes Vermögensmanagement auch etwas davon abhängig, in welcher Börsenphase man sich gerade befindet? Wie sah es früher aus? In welcher Börsenphase sind eher aktive Manager gesucht?

Strebel: Empirische Studien basierend auf dem S&P 500 Composite-Index zeigen,

dass aktive Manager in einem engen Markt hinter dem Index zurückliegen können. Der Terminus «Enger Markt» bedeutet hier, dass in einem definierten Markt die Performance abhängig ist von einem prozentual geringen Teil der im Index vertretenen Gesellschaften. Breite Märkte hingegen, bei welchen die Erträge über den jeweiligen Index gleichmässiger verteilt sind, werden von aktiven Managern favorisiert.

Gutzwiller: Wir denken nicht, dass bei den Fragen um aktives und passives Vermögensmanagement die aktuelle Börsensituation entscheidend mitberücksichtigt werden kann. Gutes, aktives Fondsmana-

gement mit selektiver Aktienausswahl zahlt sich unserer Meinung nach in jeder Börsenphase aus.

Bossi: Eine Unterperformance schmerzt natürlich besonders dann, wenn die Märkte rückläufig sind und man hinter der Benchmark und ihrer Zielrendite zurückliegt. Weil in Abschwung-Phasen zunehmend auch die Kosten stärker in den Vordergrund treten, spricht diese Konstellation eher für Indexprodukte. In einer Aufschwung-Phase hingegen akzeptiert man es eher, wenn die Zielrendite beispielsweise nur um 3% statt um 4% übertroffen wird. Indexfonds sind stets voll im Markt investiert und profitieren – dies ist nicht unwichtig – unmittelbar vom Beginn eines Börsenaufschwungs an.

Oft hört man, dass «aktives» Management zwei Fähigkeiten voraussetzt: Timing und Selektivität. Reicht das aus, um die Konkurrenz hinter sich zulassen?

Clavel: Market Timing (Beta) und die gezielte Titelauswahl (Alpha-Generierung) sind sicherlich wesentliche Merkmale eines erfolgreichen aktiven Managers. Sie mögen kurzfristig dazu beitragen, dass die Benchmark geschlagen wird bzw. dass eine zufriedenstellende absolute Rendite erwirtschaftet wird. Um jedoch langfristig und systematisch die Konkurrenz hinter sich zu lassen, muss ein aktiver Manager auch auf eine kompromisslose Risikokontrolle, harte Arbeit sowie eiserne Disziplin setzen. Mitunter wird von Branchenbeobachtern auch auf die Gefahr einer übertriebenen Risikofreudigkeit und Arroganz verwiesen. Ein gesundes Selbstbewusstsein ist zwar eine wichtige Eigenschaft, um als aktiver Fondsmanager nicht zum Sklaven der Benchmark zu werden – eine kompromisslose und sorgfältige Risikokontrolle ist jedoch essenziell, um auch langfristig erfolgreich zu sein.

Bruderer: Für ein erfolgreiches aktives Management sind drei Schritte erforderlich: Zunächst gilt es, ein Verständnis für die Natur des Marktes und seine potenziellen Ineffizienzen zu entwickeln. Als nächstes wird ein Team zusammengestellt und ein Prozess entwickelt, die sich in Kombination am besten eignen, die ermittelten Chancen zu nutzen. Schliess-

«Gutes, aktives Fondsmanagement mit selektiver Aktienausswahl zahlt sich in jeder Börsenphase aus.»

Stéphane Gutzwiller

lich muss das Team geführt und motiviert werden, um die Wahrscheinlichkeit zu steigern, dass die angestrebten Ziele erreicht werden. Wenn Sie dies lange genug optimiert haben (um die Auswirkungen reinen Glücks auszugleichen), werden Sie Ihre Konkurrenten übertreffen.

Schneider: Timing ist die anspruchsvolle Disziplin, da ein binärer Entscheid, ob ein Markt steigt oder fällt, eine entsprechende Prognosefähigkeit voraussetzt (für Asset Allocation in gemischten Mandaten wichtig). Hingegen eröffnet die Selektivität erweiterte Möglichkeiten für aktive Manager, das oft zitierte «wahre Alpha» zu generieren. Zentraler Punkt unserer Anlagephilosophie ist, dort Werten oder Risiken einzugehen, wo wir von den Finanzmärkten adäquat entschädigt werden und uns auf jene Selektionsfaktoren zu fokussieren, bei denen wir auch eine Prognosefähigkeit vorweisen können. Die richtige Titelauswahl ist Voraussetzung dazu; das Rennen wird aber in der Tat mehrheitlich in einer disziplinierten und risikokontrollierten Umsetzung

im Rahmen der Portfoliokonstruktion entschieden.

Welche Strategien der Alpha-Generierung erachten Sie derzeit als am Erfolg versprechendsten?

Bruderer: Tatsächlich ändern sich die optimalen Strategien zur Generierung von Alpha im Lauf der Zeit. In der jüngsten Vergangenheit beeinflusste insbesondere die globale Anhäufung von Liquidität und Sparüberschüssen die Märkte. Dies führte zu bedeutenden Kapitalströmen. Daher brachten Anlagestrategien, die diese Effekte zu nutzen versuchen, wie zum Beispiel auf Momentum basierende Ansätze, häufig wesentlich bessere Ergebnisse als in anderen Phasen der letzten 20 Jahre. Ganz allgemein war dies auch ein Umfeld, in dem modellgestützte Ansätze tendenziell recht gut funktionierten. Nichts dauert jedoch ewig.

Schneider: Im Aktienbereich erzielen wir Alpha primär über die Nutzung von Stileffekten und mit der Titelauswahl. Dabei setzen wir proprietäre Analysetools ein, um Preisanomalien in Stil- und Bewertungseffekten sowie Momentum zu identifizieren. Unter Stileffekten verstehen wir die Unterscheidung nach Value und Growth sowie Large- und Smallcaps. Empirisch gut unterlegt ist auch die Erkenntnis, dass mittelfristiges Preis momentum (6–10 Monate) einen positiven Performancebeitrag leisten kann.

Strebel: Bei Fidelity erachten wir derzeit die Strategien Bottom-Up, Contrarian und zu einem kleineren Teil sogar Buy-and-hold als interessante Möglichkeiten. In der Vergangenheit haben uns Mid- und Smallcap-Aktien gute Erfolge beschert, da sie nicht von sehr vielen Analysten verfolgt werden. Bewertungs-Anomalien und unentdeckte Titel waren in diesem Feld häufig anzutreffen. Einige unserer Portfolio Manager verfolgen auch den sogenannten «GARP»-Ansatz (Growth at a reasonable price).

Gutzwiller: Ziel des aktiven Anlagestils ist ja, überdurchschnittlichen Anlageerfolg zu haben, währenddem der passive Anlagestil sich darauf beschränkt, das Mini-



mum zu maximieren. Wir bevorzugen die aktive Strategie und vertrauen darauf, zielbewusst gegen Trend- und Modeerscheinungen zu investieren, auch wenn wir dabei riskieren, mit unserer Meinung gelegentlich alleine dazustehen. Unser Anlagefonds **Gutzwiller ONE** beispielsweise zeichnet sich durch seinen ausgeprägten Contrarian Stil aus und kombiniert dabei «Value Investing» mit «Non Consensus Thinking».

Wie erkennt ein Aktiv-Investor, ob ein Portfoliomanager sein Geld Wert ist? Worauf ist ganz gezielt zu achten bei der Beurteilung dessen Prognosefähigkeit in Bezug auf das nachhaltige Übertreffen von Benchmarks?

Clavel: Der Performance-Unterschied zwischen den am besten und schlechtesten aktiv verwalteten Fonds – insbesondere Hedge Funds – ist grösser denn je. Die Auswahl eines aktiven Fondsmanagers ist deshalb ein komplexer und langwieriger Prozess, der viel Erfahrung und Engagement voraussetzt. Quantitative Aspekte wie Performance und Risikoanalysen (Standardabweichungen, Sharpe-Ratios, Stresstests usw.) bilden aber nur die Spitze des Eisbergs und können dank

moderner Informationssysteme vergleichsweise schnell ermittelt werden. Grössere Bedeutung bei der Bewertung eines Fondsmanagers messen wir den qualitativen, d.h. den weichen Faktoren, bei. Hierzu gehören die grundsätzliche

«Wir halten nichts von grossen, heroischen Einzelwetten im Sinne von <make it or brake it>.»

René Schneider

Einstellung des Managers hinsichtlich Risiko, die personelle Fluktuation innerhalb des Anlageteams, Ansehen sowie Integrität des Unternehmens.

Bossi: Grundsätzlich kann man dies natürlich erst im Nachhinein erkennen und auch dann nur, wenn man neben der Rendite nach Kosten auch die eingegangenen Risiken in einen Vergleich zur Benchmark und der Peer Group einbezieht. Zum Vornherein kann nur historische Performance und die Konsistenz im Verwaltungsansatz beurteilt werden, also sollte bei den erfolgreichen Verwaltern

Managementstil von



ABN AMRO Asset Management mit Zentralen in London und Amsterdam bietet Anlagefonds in allen wichtigen Vermögenskategorien an. Diese beruhen sowohl auf Fundamentalanalysen als auch auf quantitativen Ansätzen. Die Gesellschaft nimmt im Sektor-Research und bei den sektorspezifischen Anlagen seit über einem Jahrzehnt eine Vorreiterrolle ein. Die nach Branchen organisierten Investment-Teams werden durch interne Buy-side-Analysten und ein globales Research unterstützt.

Managementstil von



Die Investmentphilosophie von Fidelity International zeichnet sich durch intensives, globales Fundamentalresearch aus. Fidelity verfolgt mittels «Bottom-Up»-Strategie das Stockpicking. Fidelity legt grossen Wert auf die Analyse aus eigener Hand und hat ein Aktien- und Obligationen-Expertenteam von weltweit über 480 Fondsmanager und Analysten. Fidelity will seine weltweite Führungsposition behaupten, indem es unter anderem stark in technische Innovationen investiert.

Managementstil von



GAM bietet ein aktives und ausgezeichnetes Investment Management für vermögende Privatkunden, institutionelle Investoren und Finanzintermediäre. Ziel ist es, durch Zugang zu besonders herausragenden Fondsmanagern überdurchschnittliche Ergebnisse zu erwirtschaften. GAMs aktives Fondsmanagement wird ergänzt durch ein aktives Portfoliomanagement; die einzelnen Fonds und Strategien umfassen ein breites Spektrum von Anlagekategorien, Währungen und Marktbedingungen.

primär darauf geachtet werden, ob die für Performance entscheidenden Personen immer noch da sind und ob der Anlageprozess immer noch derselbe ist. Die konsequente Überwachung scheint mir zudem elementar.

Schneider: Es gilt darauf zu achten, wie die Renditen zustande kamen, welche Risiken dabei eingegangen wurden und ob die Performance über verschiedene Marktzyklen hinweg konsistent ist. Eine geeignete Kennzahl, um die risikobereinigte Performance zu messen, ist die Information Ratio. Wir bevorzugen einen stetigen Anstieg in kleinen Schritten und halten nichts von grossen, heroischen Einzelwetten im Sinne von «make it or brake it».

Strebel: Hierbei scheint mir insbesondere von Relevanz, ob ein Fondsmanager signifikante Überperformance (gegenüber Benchmark und Vergleichsgruppe) über einen längeren Zeitabschnitt erzielen konnte, unabhängig davon, ob sich der Markt in einer «Bull-» oder «Bear-» Phase befindet. Mit dem Risk/Return-Gedanken von Herrn Schneider bin ich selbstverständlich einverstanden.

Clavel: Die richtige Auswahl des Fondsmanagers ist jedoch noch keine Garantie



Managementstil von

GUTZWILLER
TWO

Als Vermögensverwalter konzentrieren wir uns auf zwei innovative Nischenprodukte, die der langfristigen und konservativen Philosophie unserer Privatbank entsprechen. Gutzwiller ONE investiert vorwiegend in den USA und sucht unter Berücksichtigung des Substanzwertes jene Unternehmen aus, die gute Aussichten haben, vom Markt aber aktuell wenig beachtet werden. Gutzwiller TWO investiert in Fonds, welche auf die transparente Anlagestrategie «event-driven» spezialisiert sind.

Managementstil von

Julius Bär

Julius Bär ist ein führender, erfahrener und aktiver Asset Manager. Als Antwort auf die hohe Informationseffizienz und die Veränderungen auf den Kapitalmärkten verfolgt Julius Bär einen fokussierten und systematischen Anlageansatz. Weitere Stärken sind strukturierte Prozesse, die effiziente Umsetzung und eine rigorose Risiko- und Performancekontrolle. Julius Bär bietet den Kunden massgeschneiderte Lösungen im Portfoliomanagement und in der Produktkonzeption.

Managementstil von

STATE STREET
GLOBAL ADVISORS | **SSGA**

State Street Global Advisors (SSGA) ist der weltweit grösste Asset Manager institutioneller Gelder mit über 1.6 Billionen Franken an Vermögen. Offeriert werden innovative Investmentlösungen mit passiven, enhanced und aktiven Strategien für Aktien, Obligationen, Währungen, ausländische Immobilien und Hedge Funds. SSGA's Fokussierung hat dazu beigetragen, effiziente, kosteneffektive, risikokontrollierte und renditeorientierte Portfoliostrategien zu generieren.

für Performance. Wer die Entwicklung der Branche über Jahrzehnte hinaus beobachtet, stellt wie Herr Bossi fest, dass neben einer sorgfältigen Auswahl der Werte auch eine kontinuierliche Überwachung der Manager von grundlegender Bedeutung ist. Fähigkeiten sind nicht statisch, sondern verändern sich mit der Zeit. Ein Wechsel im Managementteam, nachlassendes Engagement, ein Abweichen vom vereinbarten Anlagestil über die Kompetenzen hinaus können signalisieren, dass der aktive Manager über ein Glattstellen seiner Positionen nachdenken sollte. Die Herausnahme von Fonds, die eine unterdurchschnittliche Performance aufweisen, ihren Vorsprung eingebüsst haben, sich nicht an ändernde Marktbedingungen anpassen können oder bei denen erheblich personelle Änderungen vorgenommen wurden, ist eine wichtige Massnahme zur Werterhaltung.

Man liest oft, dass das Potenzial für Alpha in weniger etablierten Nischenmärkten am höchsten sei. Ist das noch so, und wenn ja: Verraten Sie uns, wo Sie genau suchen?

Bruderer: Tatsächlich sind weniger etablierte Nischenmärkte häufig weniger effizient und bieten dem aktiven Manager daher bessere Chancen. Normalerweise sind diese Märkte aber auch weniger liquid und die Handelskosten höher, was einen Grossteil des Gewinns aufzehren kann. Ein allgemeiner Grundsatz, der recht gut funktioniert, ist nach Titeln Ausschau zu halten, die in den grossen Sektor-Benchmarks nicht enthalten sind. So kann zum Beispiel die Analyse eines Schwellenlandes, das noch nicht in den Anleiheindizes der Emerging Markets berücksichtigt ist, eine frühzeitige Chance bieten.

Gutzwiller: In unserer Geschichte haben wir immer Nischenstrategien favorisiert und wir neigen dazu, antizyklisch zu sein. Wir mögen die weniger etablierten Märkte und die Umsetzung persönlicher Anlagepräferenzen. Wir erachten das Potenzial für Alpha hier für am wahrscheinlichsten. **Gutzwiller TWO**, unser Fund of Hedge Funds, ist in seinem Bereich ebenfalls

«Ist Investieren Kunst oder Wissenschaft? Es erfordert beides, primär jedoch Kunstfertigkeit.»

Alfred Strebel

ein Sonderfall. Er ist ausschliesslich auf die Anlagestrategie «event-driven» spezialisiert. Sehr wenige Funds of Funds interessieren sich für dieses ganz besondere Gebiet. Wir suchen nach den besten Managern dieser Klasse und meinen dabei vor allem auch jene, die genug Erfahrung besitzen, um über ihre eigenen Anlagetechniken hinaus schauen zu können.

Wie sehen die neuesten Entwicklungen und Trends beim Passiv-Investing aus? Werden wir demnächst einen Schub erleben in der kreativen Gestaltung/Kombination replizierbarer Mischindices?

Bossi: Die Ansätze des Indexierens werden natürlich laufend verfeinert, werden sich aber kaum grundlegend ändern. Als Trend könnte man bezeichnen, dass es wohl kaum einen Index gibt, zu dem nicht über kurz oder lang ein entsprechender Fonds aufgelegt wird. Vor allem die Indexierung in nicht-traditionellen Anlageklassen wie Rohstoffe oder Immobilienanlagen wird zunehmen. Das Problem mit replizierbaren Mischindices ist nicht, dass

sie nicht möglich wären, sondern dass die zentrale Frage jedes Investors, nämlich die nach der Asset Allokation, schlicht und einfach dem Indexanbieter überlassen würde. Es ist aber bereits heute durchaus möglich, die Allokation durch die Auswahl von indexierten Bausteinen selber vorzunehmen. Im übrigen haben die gemachten Erfahrungen mit aktiv verwalteten Obligationenportefeuilles in Verbindung mit einem erhöhten Kostenbewusstsein viele Investoren dazu bewegt, auch eine passive Bewirtschaftung der Obligationen zu prüfen.

Der Aufwand für die erfolgreiche Titelfindung dürfte mit zunehmendem Aktivitätsgrad ansteigen, was letztlich die Margen drückt. Wie gehen Sie in Ihrem Hause mit diesem Dilemma um? Gibt es eine Art Optimum?

Schneider: Optimal ist es, Analyseresourcen dort einzusetzen, wo sie einen Mehrwert generieren können. Wir haben zu diesem Zweck unser Team von Analysten für Schweizer Aktien stark ausgebaut, um in den mittleren und kleineren Werten fundierte sowie fundamental abgestützte Beurteilungen herzuleiten. Auf globaler Ebene sind die Large Caps überrecherchiert und wir berücksichtigen diesbezüglich neben dem Input eigener sowie externer Analysten auch unsere selbst erarbeiteten Erkenntnisse über Stileffekte.

Bruderer: Ich denke, dass sich für eine Beurteilung am besten die Information Ratios eignen, die das Verhältnis der erzielten Überschussrendite je eingegangene Risikoeinheit messen. Wenn der Manager die Zahl der vorgeschlagenen Aktien steigert, entsteht zwischen diesen eine grössere Diversifikation, wodurch sich die Kennzahl verbessert. Irgendwann werden diese Aktienvorschläge jedoch

weniger überzeugend oder ihre Umsetzung teurer, womit sich die Information Ratio wieder zu verschlechtern beginnt. Theoretisch gibt es einen Kulminationspunkt in der Kurve, welcher die Überschussrendite zeigt, die mit maximaler Information Ratio erzielt werden kann. Im Prinzip könnte der Portfoliomanager auch Fremdmittel einsetzen, um die geforderte Überschussrendite zu erzielen, doch in der Praxis wären die meisten Kunden damit wohl kaum einverstanden. Doch die Einschätzung solcher Kurven ist in der Realität sehr schwierig und wir würden den Prozess durch den Einsatz solcher Techniken wohl zu stark ausreizen. Des-

halb vertrauen wir auf ein hohes Mass an gesundem Menschenverstand.

Bei der Nachbildung eines sich ständig ändernden Indexes entstehen mitunter ziemlich hohe Transaktionskosten. Wie können diese minimiert werden?

Bossi: Um die Ziele Minimierung der Kosten und des Tracking Error zu erreichen, setzen wir bevorzugt die volle Replikation ein. Mit Ausnahme von Dividendenzahlungen, Verwaltungshandlungen, Geldflüssen und Indexveränderungen muss kein Handel mehr getätigt werden. Bei Strategien, die auf Optimierung oder Sampling basieren, müssen ständig Anpas-

sungen vorgenommen werden. In einem voll replizierten Portfolio mit gleichem Volumen werden auch mehr Aktien erworben als in einem Portfolio mit Optimierung oder Sampling. Letzteres kann niedrige Transaktionskosten nur durch Konzentration auf liquidere Aktien erreichen. Dies führt aber zu einem höheren Tracking Error. Da Transaktionskosten ein wichtiger Bestandteil des Tracking Errors sind, haben wir weiter Massnahmen entwickelt, um das notwendige Handeln möglichst kosteneffizient auszuführen. SSgA ist – dies nebenbei – kein Broker/Dealer und es besteht folglich kein Anreiz zu überflüssigem Umsatz. Im Handel werden interne sowie externe Crossing-Netzwerke benützt und externe Broker erst als letzte Instanz eingesetzt. Der Umsatz in unserem internen Netzwerk beläuft sich auf jährlich über 300 Milliarden Franken; auf diesen entfallen sämtliche impliziten und expliziten Transaktionskosten.

Ist das propagierte aktive Management (und die damit verbundenen höheren Gebühren) bloss ein Zwischenschritt auf dem Weg hin zur breiten Durchsetzung von Performance Fees?

Strebel: Keine einfache Frage. Ich denke schon, dass es vernünftig sein kann, für ein Produkt höhere Gebühren, oder eben Performance Fees zu verlangen, je intensiver – sprich: teurer – der Alpha-Generierungsprozess ist. Allerdings setze ich voraus, dass es letztlich auch funktioniert und effektiv Überrenditen erzielt werden. Bei Fidelity haben wir einige wenige Fonds, welche diesen Ansatz kennen.

Clavel: Die Gebühren für aktive Fondsmanager erscheinen häufig als hoch, zumindest auf den ersten Blick. Zahlreiche aussergewöhnlich talentierte Manager rechtfertigen jedoch diese Gebühren durch ihre herausragenden Fähigkeiten, mittels derer sie für die Anleger konsistent «Alpha-Renditen» erwirtschaften. Performance-Gebühren sind natürlich mit Vorteilen wie auch mit Nachteilen für Investoren verbunden. Ob sie sich langfristig und auf breiter Front durchsetzen, werden die Investoren noch entscheiden.



Gutzwiller: Wir glauben nicht, dass sich Gewinnbeteiligungssysteme im professionellen Portfoliomanagement durchsetzen werden. Das Gegenteil dürfte der Fall sein. Manager und Anleger bevorzugen Vereinbarungen, bei denen sich die Verwaltungsgebühr in einem festen Prozentsatz des Portfolios ausdrückt und sich nicht nach der Wertentwicklung richtet. Dieses System honoriert in Bezug auf Kurssteigerungen und Kapitalzuflüsse indirekt den vom Portfoliomanager erzielten Anlageerfolg. Eine Ausnahme bilden die Hedge Funds, welche grösstenteils mit Performance Fees als zusätzlichem Anreizsystem operieren. Die Erfolgsfaktoren liegen dort auch wie in keinem anderen Bereich bei den Managern selbst und diese propagieren ausserdem absolute Renditen.

Der heutige Fondsvertrieb hat seine eigenen Gesetzmässigkeiten. Wie gehen Sie vor, beim Absatz von passiv gemanagten Produkten über Kanäle wie Vermögensverwaltungen oder Banken?

Bossi: Unsere Kernkompetenz liegt in der Produktion von Anlagestrategien; für den Vertrieb arbeiten wir mit Drittparteien zusammen, die unsere Anlagephilosophie teilen. Die Kooperationen können unterschiedlich sein, in der Schweiz sind es beispielsweise die Bank Wegelin für den Vertrieb unserer Indexfonds und der aktiven State Street Funds oder Julius Bär in der Fondsadministration unserer institutionellen Fonds schweizerischen Rechts. Positive Aspekte resultieren in der hohen Flexibilität bezüglich Ausgestaltung von Produkten, im raschen Marktdurchdringungseffekt dank Reputation und Know-how der Partner sowie in der Verminderung von Fixkosten.

Ist eine Koexistenz von aktiven und indextierten Stilen Ihrer Meinung nach überhaupt sinnvoll und erwünscht? Wie könnte so etwas gegebenenfalls aussehen und worauf ist zu achten bei einer entsprechenden Portfolio-Komposition (man will ja eine Win-win- und nicht eine Lose-lose-Situation)?



Gutzwiller: Jeder Anleger und Manager eines grösseren Portfolios hat sich heute mit der Frage auseinanderzusetzen, welcher Teil des Vermögens aktiv und welcher Teil passiv verwaltet werden soll. Anlagestrategien lassen in der Regel Spielraum für beides. Dem optimalen Nebeneinander von aktiver und passiver Bewirtschaftung und der damit verbundenen Verteilung des tolerierbaren Risikos auf einzelne Anlagekategorien kommt eine zentrale Bedeutung zu. Es ist Teil der taktischen Asset-Allokation, kurz- und mittelfristig einzelne Anlagekategorien zu favorisieren und zwischen aktivem und passivem Management ein Gleichgewicht

zu schaffen. Ein bestmöglich ausgerichtetes und zwischen den beiden Stilen diversifiziertes Portfolio erhöht die Chance, das seinem individuellen Risikoprofil angepasste Anlageziel zu erreichen. Selbstverständlich ist der Erfolg nicht garantiert; jedes Portfolio unterliegt immer noch dem Marktrisiko und ist gegen negative Erträge nicht gefeit.

Schneider: Eine Koexistenz ist heute schon Faktum und gibt dem Kunden die Wahl zwischen kostengünstigerem Abbilden einer Benchmark und einem aktiven Portfolio mit der Chance auf Mehrerträge (ohne Risiken keine Chance). Die Antwort von Julius Bär auf die hohe Infor-



mationseffizienz und die Veränderungen an den Kapitalmärkten ist ein fokussierter und systematischer Anlageansatz. Dabei sind strukturierte Prozesse und deren effiziente Umsetzung – wie traditionell beim passiven Investieren angewendet – auch für unseren aktiven Anlagestil ein wesentlicher Erfolgsfaktor für eine dauerhafte Wertschöpfung.

Bruderer: Wir sind auch der Ansicht, dass die Kombination recht gut funktioniert. Während die Standardoption für den aktiven Manager darin besteht, das bevorzugte Portfolio direkt anzusteuern, besteht die diszipliniertere Methode darin, zunächst ein passives Musterportfolio zu erstellen mit denjenigen Positionen, die beim Fehlen aktiver Marktbeurteilungen gehalten würden. Die aktiven Strategien

«Es gibt wohl kaum einen Index, zu dem nicht über kurz oder lang ein entsprechender Fonds aufgelegt wird.»

Josef Bossi

können dann als Overlays dieses virtuellen passiven Portfolios ausgedrückt werden. Das hat den Vorteil, dass der aktive Prozess durch eine erhebliche Disziplin und Transparenz ergänzt wird.

Strebel: Man kann argumentieren, dass eine passive Ausrichtung eine neutrale Strategie ist, solange man sich im Aktienuniversum aufhält. Daraus folgt, dass die Mischung zwischen aktivem und passivem Stil entweder eine «Win-neutral-Strategie» oder eine «Lose-neutral-Strategie» sein wird. Dies ist abhängig davon, ob die aktive Strategie gegenüber einer passiven Investition zu Mehrwert oder Verlust

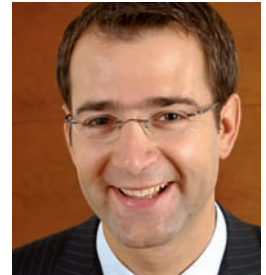
führt. Ich kann mir sehr wohl vorstellen, dass ein Portfolio Manager einer Bank oder im institutionellen Bereich einen Teil des anzulegenden Vermögens in passive Produkte investiert und dazu eine Ergänzung in möglichst «reine» Aktiv-Fonds sucht, wie sie unser Haus Fidelity bekanntlich anbietet.

Bossi: Ein geeignetes Beispiel zur Illustration der berechtigten Koexistenz ist das im institutionellen Bereich sehr verbreitete Core-Satellite-Konzept, bei dem die grossen Teile des Vermögens indiziert angelegt werden und der kleinere Teil für aktive Manager eingesetzt wird. Man erstellt dazu ein Risikobudget, bestimmt also, wie viel Risiko man gewillt und fähig zu tragen ist. Die Vorgabe lautet dann, aktive Risiken ganz gezielt dort einzugehen, wo man im Gegenzug die höchste Rendite erwartet. Auch das Konzept des «Portable Alpha» baut auf dieser Koexistenz auf. Für mich steht ausser Frage, dass die Koexistenz nicht nur wünschbar, sondern auch notwendig ist und sein wird.

Josef Bossi
Managing
Director bei
State Street
Global Advisors
AG, Zürich.



Daniel Bruderer
Leiter Fonds-
vertrieb CH/FL,
ABN AMRO
Asset Manage-
ment (Schweiz)
AG, Zürich.



Xavier Clavel
Head of
Private Client
Intermediaries
bei GAM,
Zürich.



**Stéphane
Gutzwiller**
Fondsmanager
Gutzwiller TWO,
Teilhaber
E. Gutzwiller &
Cie, Banquiers,
Basel.



René Schneider
Managing Direc-
tor, Head Invest-
ment Manage-
ment Equities
bei Julius Bär
Asset Manage-
ment, Zürich.



Alfred Strebel
Business Direc-
tor Switzerland
von Fidelity
Investments
International,
Zürich.

