

## Informationen für Anleger

VALUE-AKTIEN

# Erholung nach einem schwierigen Start

## Inhalt

- Auswahl – der wichtigste Performancefaktor
- Bringen die kommenden Jahre etwas Rückenwind für Value-Aktien?
- Die Anpassungsphase für Öl kommt ihrem Ende näher
- Positive Auswirkungen aus der Fusions- und Übernahmeaktivität
- Blick auf die Risiken nach Panama

Die meisten Aktienmärkte in aller Welt hatten 2016 einen schweren Start. Hauptsächlich ist dies auf die Besorgnis über Chinas Wachstum und die fallenden Ölpreise zurückzuführen – zwei Themen, die naturgemäß miteinander verbunden sind. Die Unruhe am Markt erhielt durch einen technischen Faktor noch einen zusätzlichen Impuls: neue „Wellenbrecher“ (Circuit Breakers) an den chinesischen Börsen – die tatsächlich nur dazu dienen, die Volatilität zu erhöhen. Wie wir jedoch Mitte Januar in unserer letzten Ausgabe angemerkt haben, ist es wichtig, in solchen Zeiten keine Überreaktionen zu zeigen. Wir haben oft gegen eine Herdenmentalität argumentiert. Das Investieren auf der Basis von Zeitungsschlagzeilen kann Ihrer finanziellen Gesundheit schaden!

Tatsächlich begann Mitte Februar eine V-förmige Erholung. Die Ölpreise stiegen, der Präsident der chinesischen Zentralbank gab unterstützende Erklärungen für die Wirtschaft und die Währung ab und in Europa bekräftigte EZB-Präsident Draghi seine Handlungsbereitschaft. Die Aktienmärkte erholten sich zusammen mit den Rohstoffpreisen. Tatsächlich beendeten die Öl- und Eisenerzpreise das erste Quartal mit einem Plus von 6% bzw. 23%. Die chinesische Währung machte gleichermaßen gegenüber dem USD verlorenen Boden wieder gut.

## Ermutigende Rallye und Fusions- und Übernahmeaktivitäten

Es war ein volatiler Jahresbeginn. Viele Fragen bleiben und solche Phasen der Unsicherheit sind niemals entspannend. Die Welt arbeitet immer noch daran, ein Standbein für Wachstum und Inflation zu finden. Uns ermutigt die Rallye im Februar und März sowie das erhöhte Niveau der Fusions- und Übernahmeaktivitäten, die wir für unsere Positionen in letzter Zeit verzeichnen konnten. Wichtiger ist noch, wie wir in unserer letzten Ausgabe erläutert haben, dass nach unserer Auffassung ein Umfeld geringen bis moderaten Wachstums mit Volatilitätsspitzen vorteilhaft für Anleger sein kann, die einen Bottom-up-Ansatz bei der Titelauswahl verfolgen.

Unser Schwerpunkt richtet sich weiter auf unsere fundamentale Arbeit. Langfristige Anleger wie wir nutzen die Volatilität an den Aktienmärkten, um nach fehlbewerteten Unternehmen zu suchen. Wir setzen alle unsere Bemühungen in die Analyse und Ermittlung der inneren Werte und den Kauf von guten Unternehmen, wenn sie unterbewertet sind. Indem wir uns hierauf konzentrieren und nicht versuchen zu erraten, was im nächsten Quartal passieren wird, werden wir nach unserer Einschätzung im Laufe der Zeit gesunde Erträge für alle erzielen, die uns ihre Mittel zur Anlage anvertrauen.



*Zeitungsschlagzeilen können Ihrer finanziellen Gesundheit schaden!*

Wie wir in unserer letzten Ausgabe angemerkt haben, muss man natürlich vorsichtig sein, dass man jüngste Trends nicht zu weit in die Zukunft hochrechnet. Der zentrale Punkt ist wohl, dass die letzten Monate volatil waren. Dies schuf ein schwieriges Investitionsklima und viele Fondsmanager verzeichneten enttäuschende Ergebnisse. Während des Quartals gingen unsere **globalen Industrieländerfonds** in Euro gemessen um rund 4% zurück, aber dieses Ergebnis war etwas besser als der Verlust des MSCI World Index von 5%. Es gefällt uns nie, wenn wir, absolut betrachtet, Geld verlieren, aber wenn man die negative Stimmung am Markt zum Jahresbeginn berücksichtigt, sind wir generell mit den Ergebnissen zufrieden. Unsere **globalen Schwellenländerfonds** stiegen indessen im Quartal um rund 1,5% und schneiden damit leicht besser ab als der MSCI Emerging Market Index. Anfang April konnten wir beobachten, dass sich beide Fondsbereiche gut entwickeln.

## Auswahl – der wichtigste Performancefaktor

Es ist beruhigend zu sehen, dass unsere Auswahl der einzelnen Titel der wichtigste Performancefaktor im Quartal war. Bei den weltweiten Industrieländern erbrachte Europa – auf Indexebene – im Vergleich zu den USA ziemlich schwache Erträge, sodass das relativ hohe Engagement unserer Fonds in Europa theoretisch negativ war. In der Praxis haben unsere europäischen Positionen aber eine erhebliche Outperformance erzielt, und dies war der größte einzelne Faktor, der zur relativen Outperformance des Fonds beigetragen hat. Zu den besten Titeln zählte das Schweizer Unternehmen **Kuoni**, das Gegenstand eines Übernahmeangebots war, welches wir nachfolgend noch weiter erörtern. Wir verzeichneten ebenfalls starke Erträge aus der Titelauswahl im Grundstoffsektor, besonders beim australischen Stahlproduzenten **BlueScope**. Das ist ein Unternehmen, in dem wir seit vielen Jahren investiert sind. Wir haben enge Gespräche mit der Geschäftsführung geführt, als sie durch schwierige konjunkturelle Bedingungen steuerten und über die Jahre einige umfangreiche Neustrukturierungen durchführten. Wir sind von ihrer fundamentalen Entwicklung weiterhin beeindruckt.

Auch bei unseren **Schwellenländerfonds** bestimmte die Einzeltitelauswahl unsere starke relative Performance. Einen wichtigen Beitrag lieferte Arcelik, ein türkischer Hersteller weißer Ware wie Kühlschränke und Waschmaschinen. Schwächere Rohstoffpreise dürften sich positiv auf seine Rentabilität auswirken, am meisten ermutigt aber der solide Zugewinn an Marktanteilen in Europa über Marken wie **Beko** und **Grundig**. Die Geschäftsführung hat zudem Schritte unternommen, um die Bilanzeffizienz zu stärken.

## Bringen die kommenden Jahre etwas Rückenwind für Value-Aktien?

Wir stellen ebenfalls fest, dass **Value-Aktien** in diesem Quartal Wachstumsaktien auf weltweiter Ebene leicht übertroffen haben. Wir würden zögern, dies bereits als einen klaren Trend zu bezeichnen. Wir sehen aber, wie wir bereits früher angemerkt haben, ein gewisses Potenzial für den Value-Anlagestil, der in den kommenden Jahren einen gewissen Rückenwind haben könnte. Auf kurze Sicht erwarten wir, dass das Pendel, angetrieben durch einige der oben genannten Themen, weiter zwischen Optimismus und Pessimismus ausschlagen wird und sich die hohe Volatilität fortsetzt. Das chinesische Wirtschaftswachstum und die Maßnahmen der Zentralbanken werden in naher Zukunft wahrscheinlich weiterhin die Schlagzeilen beherrschen.



*Value-Aktien übertrafen Wachstumsaktien auf weltweiter Ebene leicht*

Indessen wird das britische Referendum über den **Brexit** klar die Märkte beeinflussen. Wir konnten bereits einige Auswirkungen beobachten, besonders auf das britische Pfund, und offensichtlich wird die Aufmerksamkeit zunehmen, während der Termin Ende Juni näher rückt. Auch die hohe Korrelation zwischen den Aktienmärkten und dem Rohölpreis führt dazu, dass das Angebot und die Nachfrage nach Rohöl eines der wichtigsten Themen ist, die ebenfalls verfolgt werden müssen. Vor diesem Hintergrund konzentrieren wir uns weiterhin in erster Linie auf die Auswahl von Einzeltiteln und das Verständnis ihrer fundamentalen Eigenschaften und ihrer Sensitivitäten gegenüber externen Faktoren und nutzen die Volatilität an den Märkten aus, um mit Preisabschlägen in solide Value-Unternehmen zu investieren. Diese Ziele behalten wir im Hinterkopf, wenn wir die nachfolgenden Themen erörtern.

## Die Anpassungsphase für Öl kommt ihrem Ende näher

Wie oben erwähnt, war der Rückgang der Rohölpreise eine der wichtigsten Entwicklungen, die die Risikobereitschaft zu Beginn des Quartals belasteten. Man könnte intuitiv erwarten, dass niedrigere Ölpreise schlecht für die Ölgesellschaften, aber gut für alle anderen wären. Es ist aber wichtig, die Frage zu stellen, ob es sich um einen Angebots- oder einen Nachfrageschock handelt. Diesmal besteht die Befürchtung, dass es beides ist, was erklärt, warum die Aktienmärkte ebenfalls fallen, wenn der Ölpreis fällt. Auf der Angebotsseite

traf der über mehrere Jahre andauernde Anstieg der US-Ölproduktion auf die Entschlossenheit der Opec, die Fördermengen nicht zu senken. Auf der Nachfrageseite befürchten viele Beobachter, dass sinkende Rohstoffpreise schlicht die zugrunde liegende Schwäche der chinesischen Wirtschaft aufdecken, was Folgewirkungen für die Weltwirtschaft hat, die alle Sektoren betreffen. Natürlich ist die Lage nicht vollkommen schlecht. Bei den Schwellenländern wurden beispielsweise Energieexporteure wie Brasilien und Russland getroffen, es gibt aber auch viele Schwellenländer, die vom billigen Öl profitieren, was den Staaten beispielsweise die Reduzierung staatlicher Treibstoffsubventionen ermöglicht und den Weg zu langfristig gesünderen öffentlichen Finanzen ebnet.

„ *Deshalb sollten wir nicht erwarten, vor 2020 einen neuen Höhepunkt der US-Ölproduktion zu beobachten. Dies könnte ein gutes Zeichen für eine nachhaltigere Erholung des Ölpreises sein*

Zum Thema China hat unsere letzte Ausgabe den laufenden wirtschaftlichen Wandel behandelt: Er ist notwendig, aber volatil. Wir hatten allgemein den Eindruck, dass eine harte Landung in China vermieden würde, und in jüngster Zeit gab es Anzeichen, dass die Wirtschaftstätigkeit ihren Tiefstand bereits erreicht haben könnte: Lesen Sie [hier](#) den Monatsbericht März 2016 unseres Strategen.

Um auf das Öl zurückzukommen: In der Mitte des Quartals begannen die Preise zu steigen, was teilweise auf Meldungen zurückzuführen ist, dass einige Opec-Förderländer das Einfrieren oder die Reduzierung der Förderung in Betracht ziehen, sofern andere dies ebenfalls tun. Tatsächlich brachten energie- und rohstoffbezogene Unternehmen und Regionen zum Quartalsende einige der besten Performancebeiträge und machten einige der Verluste des vergangenen Jahres gut. Dies unterstreicht den Standpunkt, dass die schlichte Hochrechnung der gegenwärtigen Bedingungen und Trends riskant ist. Natürlich sind einige Trends struktureller und langfristiger, während andere zyklisch und kurzfristiger sind, aber wir versuchen stets, die Möglichkeit in Erinnerung zu behalten, dass sich die Dinge umkehren können.

In diesem Quartal haben wir die Vereinigten Staaten besucht, um uns unmittelbar mit einigen der von uns gehaltenen Unternehmen und anderen größeren energiebezogenen Unternehmen zu treffen. Während dieser Reise mangelte es

nicht an negativen Nachrichten und die Unternehmen zögerten im Allgemeinen, viel zu ihren Zukunftserwartungen zu sagen. Eine unserer wichtigsten Feststellungen war jedoch, dass die Investitionsausgaben so stark gekürzt wurden, dass die US-Ölproduktion wahrscheinlich stärker zurückgehen wird, als man dies gegenwärtig erwartet. Noch wichtiger ist, dass, wenn sich die US-Ölproduktion schließlich wieder erholt, das Ausmaß dieser Erholung durch einen Mangel an günstigen Finanzierungen und eine Abwanderung der Fachkräfte aus der Branche eingeschränkt wird.

Deshalb sollten wir nicht erwarten, vor 2020 einen neuen Höhepunkt der US-Ölproduktion zu beobachten. Dies könnte ein gutes Zeichen für eine nachhaltigere Erholung des Ölpreises sein. Auch wenn dies sicherlich für die meisten Energieunternehmen noch kein Basisszenario geworden ist, sollte man nicht die Möglichkeit ausschließen, dass die Annahmen zur Ölpreisentwicklung in Zukunft stärker nach oben korrigiert werden. Eine andere interessante Feststellung ist die Tatsache, dass die Gewinnschwellen für neue Projekte aufgrund der Krise aber auch dank der technologischen Fortschritte erheblich gesunken sind. Infolgedessen können zufriedenstellende Kapitalrenditen wahrscheinlich bei einem Ölpreis von USD 60-70 erreicht werden, anstatt bei mehr als USD 100, wie vor ein paar Jahren. Obwohl der Sektor klar aus dem Größten noch nicht heraus ist, denken wir, dass er dem Ende der Anpassungsphase viel näher gekommen ist.

## Positive Auswirkungen aus der Fusions- und Übernahmeaktivität

Die Nachrichten zu den Fusions- und Übernahmeaktivitäten wirkten sich im letzten Quartal weiterhin positiv auf unsere Portfolios aus. Nach Monaten voller Spekulationen gab ein schwedischer Private-Equity-Investor ein Angebot für das in der Schweiz ansässige Unternehmen **Kuoni Reisen** ab. Kuoni Reisen kombiniert traditionelle Hotelbuchungs- und Gruppenreiseleistungen mit neueren Visadiensten. Obwohl die traditionellen Geschäftsbereiche in den letzten Jahren technologische Schwierigkeiten bewältigen und Herausforderungen im Vertrieb meistern mussten, wuchs das Geschäft mit den Visadienstleistungen schnell und mit hoher Rentabilität. Die jüngsten Konzerngewinne wurden durch Restrukturierungskosten und durch schwache Gewinne bei den traditionellen Gruppenreisedienstleistungen etwas gemindert. Der schwächere Teil des Geschäfts zog somit die Bewertungskennzahlen für den gesamten Konzern nach unten. Deshalb ist es wahrscheinlich, dass die neuen Eigentümer entweder die unterdurchschnittlich abschneidenden Geschäftsbereiche in Ordnung bringen oder verkaufen und zugleich das Geschäft mit den Visadiensten organisch weiter ausbauen werden. Wir denken auch, dass diese Übernahme ein gutes Beispiel für ein Anlageszenario ist, bei dem es Sinn macht, die Summe aller Teile zu

betrachten anstatt die simple Ertragskraft des Gesamtkonzerns, die zeitweise durch einen Geschäftsbereich beeinträchtigt wurde. Das Geschäft ist noch nicht offiziell abgeschlossen, aber wir erwarten, unser Geld in den nächsten paar Wochen zu erhalten. Dank der Bekanntgabe des Angebots beobachteten wir 2016 eine kräftige Neubewertung der Aktien, die die Erträge aus der Titelauswahl in Europa steigerte.

Wir haben regelmäßig die Angebote japanischer Unternehmen zur Übernahme ausländischer Unternehmen erwähnt. Indem sie im Ausland wachsen, versuchen sie die Folgen des niedrigen Inlandswachstums abzumildern. In den letzten ein oder zwei Jahren haben wir auch eine zunehmende Aktivität chinesischer Unternehmen in anderen Ländern festgestellt. Obwohl ihre strategischen Motive nicht immer dieselben sein mögen, wie bei den japanischen Unternehmen, sind sie zu einer Macht geworden, mit der man rechnen muss. In unseren Portfolios haben wir in letzter Zeit zwei Beispiele hierfür beobachtet. **Ingram Micro**, ein in den USA ansässiger Elektronikgroßhändler erhielt vor kurzem ein Übernahmeangebot von **Tianjin Tianhai**. Für das chinesische Unternehmen bringt dieses Geschäft eine Diversifizierung seiner Ertragsquellen mit sich, wogegen Ingram Micro das Angebot akzeptierte, weil es dem Unternehmen gesteigerte Wachstumsmöglichkeiten in China bietet. Das reine Barangebot bewertete die Aktien des Unternehmens um mehr als 30% höher, als sie am Tag vor dessen Bekanntgabe notiert waren, und brachte den Aktienkurs auf ein Allzeithoch.

Ein anderes Unternehmen mit Sitz in den USA, der Baumaschinenhersteller **Terex**, diskutiert derzeit ein Angebot des chinesischen Unternehmens **Zoomlion**. Die Gründe, die dahinter stehen, werden klar durch die schwachen Perspektiven für Investitionsgüter in China und den Erwerb von Technologie und komplementären Vertriebsplattformen bestimmt. Während das Ingram Micro-Geschäft durchzugehen scheint, könnte das Terex-Geschäft tatsächlich an der Überwindung einiger regulatorischer Hürden scheitern. Deshalb wurden die Aktien noch nicht vollständig neu bewertet, um den Angebotspreis widerzuspiegeln, sie gehören aber gleichwohl weiter zu den Aktien in unserem Fonds mit einer besseren Wertentwicklung in diesem Jahr.

## Blick auf die Risiken nach Panama

In den letzten Wochen beherrschten die Enthüllungen aus den **Panama Papers** die Schlagzeilen. Es gibt eine starke Überprüfung von Offshore-Strukturen, die in manchen Fällen legal sind, aber den Erwartungen der Menschen, was fair und richtig ist, wenn es um das Zahlen von Steuern geht, nicht gerecht werden. Der Fall Panama ist dramatisch, aber das Thema ist nicht neu. In den letzten Jahren sind verschiedene

Unternehmen – darunter auch einige der weltweit größten Unternehmen – unter Druck geraten, faire Steuern zu bezahlen. Bis Anfang April plante der Pharmariese **Pfizer** eine gewaltige Fusion mit **Allergan** mit einem Volumen von USD 160 Milliarden. Nach der sich daraus ergebenden neuen Steuerstruktur hätte Pfizer seinen Sitz nach Irland verlegt und die Steuerbelastung des Unternehmens gesenkt. Das Geschäft wurde nun abgebrochen, was teilweise auf neue US-Regelungen zurückzuführen ist, die es weniger rentabel gemacht hätten. Es war interessant zu sehen, dass die Aktien von Pfizer stark anstiegen, als das Geschäft aufgegeben wurde.

„ *Es ist notwendig, eine Unternehmenskultur aufzubauen, die sich darauf konzentriert, das zu tun, was richtig ist*

Die Menschen verlangen zunehmend, dass Unternehmen nicht nur das tun, was ihnen rechtlich erlaubt ist, sondern das, was richtig ist. Ein Beispiel ist der Bankensektor. Seit der globalen Finanzkrise wurden die Banken zu einer besseren Kapitalausstattung gezwungen, und es gibt eine Unmenge neuer Vorschriften, die dazu bestimmt sind zu verhindern, dass dieselben Probleme erneut auftreten. Ein entscheidendes Element ist dabei aber die Unternehmenskultur. Es ist für eine Bank oder für ein Unternehmen in dieser Hinsicht nicht ausreichend, einfach nur die Gesetze zu befolgen. Es ist notwendig, eine Unternehmenskultur aufzubauen, die sich darauf konzentriert, das zu tun, was richtig ist: zu lernen, Geschäfte auf nachhaltige Weise zu betreiben. Oft kann es kurzfristig rentabler erscheinen, die Geschäfte auf eine Weise zu betreiben, die legal ist, auch wenn sie nicht „richtig“ ist. Diese Vorgehensweise schafft allerdings Risiken, die den Unternehmenswert mittel- bis langfristig schädigen könnten. Neue Vorschriften könnten eingeführt werden, um dieses spezifische Verhalten zu beenden, oder die Kunden könnten negativ auf die erkannten schlechten Praktiken des Unternehmens reagieren.

Wenn wir in Unternehmen anlegen, versuchen wir zu verstehen, ob sie eine starke Unternehmenskultur haben, um solchen Risiken zu entgegnen. Dies gilt durchgängig von den Bilanzen bis zu ökologischen, sozialen und Corporate-Governance-Belangen: Egal, ob wir die Solvenz und finanzielle Gesundheit eines Unternehmens betrachten oder seine Organstrukturen, sein Verhältnis zu den Gewerkschaften oder seine Schadstoffemissionen. Natürlich bedeutet das nicht, dass jedes Unternehmen, in das wir

investieren, perfekt ist. Jede Aktienanlage birgt Risiken. Und unser Ziel ist es, die wichtigsten Probleme (und Chancen) zu verstehen, mit denen das jeweilige Unternehmen konfrontiert ist, und zu beurteilen, ob es sich dieser Risiken bewusst ist und vernünftig mit ihnen umgeht, mit Blick auf eine langfristige Nachhaltigkeit und einen langfristigen Wert des Unternehmens. Wir treten auch mit den Unternehmen, in die wir investiert haben, in Dialog und versuchen, auf wesentliche Probleme aufmerksam zu machen und Änderungen anzuregen. Als Beispiel ist die Arbeit mit Unternehmen aus der Öl-, Gas- und Bergbaubranche zu nennen, um strengere Richtlinien zum Schutz der Menschenrechte zu fördern, strikte Richtlinien zur Korruptionsbekämpfung anzuregen und das Problem der Kohlenstoffemissionen in Angriff zu nehmen.

Offensichtlich messen wir bei unseren Anlagepositionen der aktiven Eigentümerschaft große Bedeutung zu und betrachten sie in der Tat als ein grundlegendes Element des aktiven Fondsmanagements. Vor diesem Hintergrund weisen wir darauf hin, dass das Fondsratingunternehmen Morningstar gerade ein neues ESG-Ratingsystem eingeführt hat, das ein **„Morningstar Sustainability Rating“** an Fonds vergibt. Im Allgemeinen begrüßen wir größere Aufmerksamkeit für die ESG-Faktoren, die wir bereits seit langem als einen unverzichtbaren Teil der Finanzanalyse betrachten. Unsere Sorge ist jedoch, dass dieses

„Sustainability Rating“ (Nachhaltigkeitsrating) kein vollständiges Bild zeichnet, weil es auf den ESG-Werten der zugrunde liegenden Fondspositionen aufgebaut ist und nicht die Prozesse der Anlageverwalter betrachtet. Was meinen wir damit? Unsere aktiven Aktienfonds haben in der Regel ein Morningstar Sustainability Rating von „durchschnittlich“, „überdurchschnittlich“ oder „hoch“, was besagt, dass unsere zugrunde liegenden Positionen bei den ökologischen, sozialen und Corporate-Governance-Kriterien relativ gut abschneiden. Aber diese Wertungen besagen nichts über unsere Bemühungen, die von uns gehaltenen Unternehmen zur Einführung höherer ESG-Standards zu ermutigen, was wir durch unsere Stimmrechtsausübungs- und Beteiligungsprogramme tun. Aus einer Anlageperspektive ist Veränderung oft einer der wichtigsten Faktoren, und wenn wir ESG-Aspekte betrachten, halten wir es für wichtig, dass Fondsmanager daran arbeiten sollten, positive Änderungen bei den Unternehmen in ihrem Bestand zu bewirken, und die Anleger sollten sich dessen bewusst sein, dass die neuen Ratings von Morningstar dies gegenwärtig nicht widerspiegeln.

Veröffentlicht am 26. April 2016

Sparinvest ist Unterzeichner der UN-Grundsätze für verantwortungsbewusstes Investment (UN-PRI) und Mitglied des Eurosif und des Dansif.

UN PRI ist eine durch die Vereinten Nationen unterstützte Initiative internationaler Anleger, die auf den sechs Grundsätzen für verantwortungsbewusstes Investment basiert. Es wird angestrebt, Anlegern aktiv zu helfen, ökologische, soziale und Governance-Kriterien in ihren Anlagen zu berücksichtigen.

Signatory of:



Der angegebene Fonds ist ein Teilfonds von Sparinvest SICAV, einer offenen Investmentgesellschaft luxemburgischen Rechts. Für weitere Informationen verweisen wir auf den Verkaufsprospekt, die „Wesentlichen Informationen für Anleger“ sowie den aktuellen Jahresbericht bzw. Halbjahresbericht des Sparinvest SICAV, die ebenso wie die ursprüngliche und jegliche nachfolgend geänderte Satzung des Fonds bei den Niederlassungen von Sparinvest oder bei den ernannten Vertriebsstellen angefordert werden können. Anlagen werden nur auf der Grundlage dieser Dokumente getätigt. Vergangene Wertentwicklungen bieten keine Garantie für die künftige Entwicklung. Angelegte Gelder unterliegen einem Verlustrisiko. Fremdwährungsanleihen sind Wechselkursschwankungen unterworfen. Für Anlagen in Schwellenländern besteht ein erhöhtes Risiko. Die angegebene Performance wird als Verhältnis von Nettoinventarwert zu Nettoinventarwert in der Basiswährung des Fonds ohne Berücksichtigung von Zeichnungsgebühren berechnet. Vertretung und Zahlstelle für Anleger in der Schweiz ist: Société Générale, Paris, Zweigniederlassung Zürich, Talacker 50, Postfach 5070, CH-8021 Zürich. Veröffentlicht von Sparinvest S.A., 28, Boulevard Royal, L-2449 Luxemburg.