



Informationen für Anleger – Value-Aktien

4. Quartal 2015

Sehr geehrte Anlegerin, sehr geehrter Anleger,

das letzte Quartal 2015 war positiv. Die Märkte erholten sich kräftig von den September-Tiefständen. Im gesamten Jahresverlauf waren in den Industrieländern sehr positive, in den Schwellenländern jedoch leicht negative Renditen zu verzeichnen. Die Mehrzahl unserer Fonds erzielte angemessene bis solide relative Renditen. Der Sparinvest Global Value EUR I legte beispielsweise um 13,14% gegenüber 10,42% beim MSCI World zu.

2015 beschäftigte kaum ein Thema die Anleger mehr als die US-Notenbank und die Normalisierung der US-Geldpolitik. Nach mehreren Sitzungen ohne Änderung schritt die Fed im Dezember endlich zur Tat und hob den Zinssatz leicht an – die erste Erhöhung seit fast zehn Jahren. Dies wurde als Vertrauensbeweis für die Konjunktur angesehen, und die Anzeichen für geringe, aber stetige Zinserhöhungen in der Zukunft sollten die Sorgen um eine zu rasche Anhebung der Zinssätze, die das Wirtschaftswachstum abwürgen, lindern.

Ein weiteres wichtiges Thema in unseren vorherigen Anlegerinformationen war China. Der Wandel der letzten Jahrzehnte in China war tiefgreifend. Reformen ebneten den Weg aus einer Agrarwirtschaft hin zum Bau von Häusern, Fabriken, Staudämmen, Straßen und Eisenbahnstrecken. China ritt auf einer Welle der Urbanisierung und Industrialisierung und wurde zur sogenannten „Werkbank der Welt“. Die Anleger freuten sich über zweistellige Renditen, und die chinesische Nachfrage nach Rohstoffen befeuerte einen Rohstoffzyklus und kam anderen Schwellenländern zugute. Nach diesem Wachstum ist China mittlerweile eine riesige Volkswirtschaft. Und nun ist die Wirtschaftsleistung – die Basis, auf der künftiges Wachstum berechnet wird – einfach größer, und man würde erwarten, dass das Wachstumstempo über die Jahre nachlässt. Seit einigen Jahren wird deutlich, dass China keine Monopolstellung als Werkbank der Welt innehat. Es gibt nicht nur Wettbewerb durch andere Schwellenländer, sondern

auch durch einige Industrieländer, die Kapazitäten zurückverlagern. Dies ist nicht alles zwangsläufig negativ. Wie jüngst bereits beschrieben, versucht China, sein Wirtschaftsmodell von Investitionen auf Konsum, von Ausfuhren auf Inlandsnachfrage und von Verarbeitung auf Dienstleistungen umzustellen. Aber ein solcher Reifeprozess verläuft niemals sanft, sondern auf holpriger Straße.

2015 und auch in der ersten Woche 2016 waren die Märkte nach etwas enttäuschenden Konjunkturzahlen mit Turbulenzen am chinesischen Aktienmarkt, insbesondere am A-Aktienmarkt in Festlandchina, rückläufig. Es ist wichtig, nun keine Überreaktion zu zeigen. Seit einiger Zeit halten wir A-Aktien im Vergleich zu in Hongkong gehandelten chinesischen Aktien („H-Aktien“) für recht teuer. Volatile Korrekturen bei A-Aktien künden demnach nicht zwangsläufig ein Unheil an. In den vergangenen Tagen nahm die Volatilität durch vorübergehende technische Faktoren an der Börse zu. Dies dürfte zu beheben sein. Chinas Währung wertete indessen etwas ab, und obwohl dies seine Exporteure nicht in Mitleidenschaft zieht, wäre mehr Stabilität beruhigend. Zu Beginn des Jahres 2016 herrscht nach wie vor die Angst, dass das globale Wachstum schwächeln könnte, falls sich die Aktivität in China stärker als erwartet verlangsamt.

Eine schwächere chinesische Nachfrage ist einer der Faktoren für die Bildung der Rohstoff- und Energiepreise, die im Quartalsverlauf weiter fielen. Wir versuchen uns nie an der Vorhersage von Rohstoff- und Energiepreisen auf kurze Sicht, und zweifelsohne ist die Transparenz derzeit besonders gering, da der Markt zahlreiche unbeständige Faktoren zu verdauen hat, darunter das niedrigere Wachstum in China, die Haltung der OPEC, die Ölförderung und Lagerbestände in den USA und sich ändernde Wechselkurse. Auf mittlere Sicht dürften der Weltwirtschaft ungeachtet der Höhe mehr Stabilität und Transparenz bei den Öl- und Rohstoffpreisen zugutekommen. Langfristig wird es einen deutlichen Wechsel

hin zu mehr CO₂-neutralen Energiequellen geben, aber auch die strukturelle Nachfrage nach Öl dürfte noch einige Zeit anhalten. Bei den Rohstoffen im Allgemeinen haben wir im Laufe der Jahre gelernt, dass es in der Regel ein Fehler ist, aktuelle Bedingungen zu weit in die Zukunft hochzurechnen.

2015 hatten die schwachen Rohstoffpreise deutliche Auswirkungen auf einige rohstoffexportierende Schwellenländer. Dies führte zusammen mit Wachstumssorgen und der Unsicherheit über die Auswirkungen der Zinsanhebung in den USA auf die Währungen und die Wirtschaft der Schwellenländer insgesamt zu einem volatilen Jahr für diese Länder. Auch wenn das vierte Quartal etwas besser war, war die Entwicklung gegenüber den Industrieländern schwach, und der MSCI Emerging Markets schloss rund 5% im Minus. Tatsächlich dürften die meisten Länder nun weit besser positioniert sein, um mit steigenden US-Zinssätzen klarzukommen als noch vor wenigen Jahren, und mittel- bis langfristig erkennen wir in den Schwellenländern gutes Potenzial. Die aktuelle Volatilität und die Bewertungen könnten sich als interessante Gelegenheit erweisen.

Überdies markierte die zweite Jahreshälfte 2015 das Ende der Phase niedriger Volatilität, an die sich viele Anleger gerade gewöhnt hatten. Es kam allmählich häufiger zu großen Marktschwankungen innerhalb eines Tages. Nach einer Phase vereinter, massiver Bemühungen seitens der Zentralbanken weltweit weichen die Geldpolitiken nun immer mehr voneinander ab. Dies führt natürlich zu einiger Unsicherheit. Hinzu gebe man noch verschiedene geopolitische Themen, darunter Syrien, die Flüchtlingskrise, das britische EU-Referendum und die US-Präsidentenwahlen, und schon herrscht Unsicherheit allenthalben. Grundsätzlich halten wir die US-Zinsanhebungen jedoch für ermutigend: Auch wenn es wichtig ist, das richtige Tempo zu finden, sind sie in gewisser Weise ein Gesundheitsstempel für die Konjunktur. Wie bereits zuvor erörtert und auch nachfolgend beschrieben, sind wir ferner der Auffassung, dass die Zinsanhebungen bestimmte Auswirkungen auf die Aktienanlagestrategie haben werden. Die gesamtwirtschaftlichen Zahlen für Europa sind indessen in jüngster Zeit recht ermutigend, und der sich abschwächende Euro stützt weiterhin die Unternehmensgewinne. Mit Gewinnmargen, die nach wie vor unter dem Höchststand von vor acht Jahren liegen, könnte die gestiegene Rentabilität ein günstiges Umfeld für europäische Aktien schaffen.

Portfolio

Unsere globalen Fonds Global Value und Ethical Global Value erzielten 2015 solide Renditen, die eine breite Basis mit

positiven Beiträgen aus allen unseren Anlageregionen hatten. Wir übertrafen die Märkte in Europa und in Japan, wo uns unser Engagement in Small- und Mid-Cap-Aktien zugutekam und zu unserer überdurchschnittlichen Entwicklung beitrug. Bezogen auf die Sektorattribution übertrafen wir die Benchmark in allen Sektoren (ausgenommen Informationstechnologie, wo wir eine Rendite von 13% gegenüber 17% beim Index verzeichneten). Insbesondere übertrafen wir die Benchmark in den Sektoren Energie und Grundstoffe, die beide durch sinkende Öl-, Gas- und Rohstoffpreise getroffen wurden und die im Laufe des Jahres das mediale Interesse auf sich zogen. Tatsächlich hatten wir bis November in beiden Sektoren sogar positive absolute Renditen.

Viele unserer Anlagen sorgten im Quartalsverlauf für Schlagzeilen. Viele hatten einen Bezug zu Fusionen und Übernahmen, einen Faktor, durch den wir in der Vergangenheit Überschussrenditen erzielen konnten. Im 2. Quartal erwähnten wir Delhaize, den belgischen Lebensmitteleinzelhändler mit Beteiligung an der wertsteigernden Fusion mit Ahold, und im 4. Quartal wirkten sich die erfolgreiche Fusion und die robusten Quartalsergebnisse positiv auf den Aktienkurs aus. Die Aktie gehörte im Quartal zu den fünf besten Titeln des Fonds. Im November gab das US-Pharmaunternehmen Pfizer seine Pläne für einen Zusammenschluss mit Allergan in der bis dato größten Transaktion der Gesundheitsbranche bekannt. Mitte Dezember gab das japanische Technologieunternehmen TDK ein Kaufangebot für unsere Schweizer Beteiligung Micronas bekannt. Eine Zeit lang diskutierten wir mit der Unternehmensleitung von Micronas über die starke Unterbewertung des Titels und den erheblichen Wert der hohen Barbestände in der Bilanz. Es freute uns, dass sich die Unternehmensleitung für das TDK-Angebot aussprach, das bei einem Preis von 7,5 CHF den Aktienkurs von Micronas um rund 60% emporschnellen ließ. Die Aktie gehörte ebenfalls zu den fünf besten Titeln des Fonds.

Kurz darauf unterbreitete ein weiteres japanisches Unternehmen ein Angebot für eine unserer Small-Cap-Positionen, Dutch USG People (aus unserem Danish European Small Cap Fonds), und sorgte für einen Kursanstieg um 30%. Die Änderungen in japanischen Vorstandsetagen und Unternehmensführungen beschrieben wir bereits in vorherigen Anlegerinformationen und wir werden sie an dieser Stelle nicht wiederholen. Aber diese beiden Beispiele aus unseren Portfolios sind nur zwei von vielen Outbound-Geschäften japanischer Unternehmen in jüngster Zeit. Der Druck, die Eigenkapitalrendite zu erhöhen und ihre überschüssigen Barmittel zu verwenden, führte wie von uns bereits erwähnt zu höheren Dividenden und Ausschüttungen,

aber viele Unternehmen setzen ihr Kapital auch im Ausland ein.

Dies gibt uns doppelten Rückenwind. Zum einen sind wir in gut kapitalisierten japanischen Unternehmen übergewichtet, die aufgrund einer vermeintlichen Ineffizienz mit einem Abschlag gehandelt werden. Die Übernahme-Tour könnte zusammen mit allen anderen führungsbezogenen Änderungen dafür sorgen, dass die Anleger das Value-Potenzial in vielen unserer Beteiligungen erkennen. Zum anderen nehmen japanische Unternehmen ausländische Unternehmen mit attraktiven Geschäftsbereichen und Vermögenswerten ins Visier. Unsere Portfolios dürften auch künftig Potenzial für weitere Übernahmen aufweisen.

Aktiv/Passiv-Streit beginnt wieder

Während unsere Fonds 2015 im Allgemeinen eine solide relative Performance erzielten, enttäuschten viele aktive Manager 2015, und die Anleger reduzieren ihr Engagement in aktiven Aktienmanagern weiter zugunsten passiver Strategien. Laut eines aktuellen Morningstar-Berichts sind mittlerweile 40% der Vermögenswerte in Investmentfonds und ETF passiv verwaltet. Auf den ersten Blick erscheint dies sinnvoll, denn viele aktive Manager schnitten in den Jahren nach der weltweiten Finanzkrise schlechter ab als passive Fonds. Wir sind jedoch nach wie vor der Überzeugung, dass Manager, die Titel anhand von fundamentelem Research auswählen, passive Anlagen auf lange Sicht übertreffen können, und es gibt zahlreiche wissenschaftliche Studien, die diese Auffassung stützen. Seit den Markt-Tiefständen im März 2009 verleiteten indessen die hohen annualisierten Renditen von nahezu 18% beim MSCI World viele Anleger zu dem Glauben, dass man am Gesamtmarkt einfach so günstig wie möglich kaufen könne („günstiges Beta“), anstatt sich aktiv auf die Suche nach titelauswahl-basierten Renditen (Alpha) zu begeben. Bei derart hohen Marktrenditen erkannten viele dieser aktiven Manager, die auf dem richtigen Weg waren und Alpha schufen, dass ihre Gesamtrendite hauptsächlich auf Beta zurückzuführen war. Es herrschte ein Umfeld, in dem „die Flut alle Boote anhob“.

Aber bevor unsere Leser zu Index-Anlegern werden, sollte daran erinnert werden, dass der Aktienmarkt nach Jahren robuster zweistelliger Renditen künftig vermutlich geringere Renditen und in manchen Phasen vielleicht sogar Verluste erzielen wird. Die Bewertung der Aktienmärkte ist nicht so attraktiv wie noch vor Jahren, und das Wachstum der Unternehmensgewinne dürfte auf kurze Sicht moderat sein. Bei den erwarteten niedrigeren Renditen an den Aktienmärkten werden die Anleger zur Steigerung ihrer

Renditen wieder einmal nach Alpha-Möglichkeiten Ausschau halten müssen. Daher könnte in den kommenden Jahren ein vielversprechendes Umfeld für Stock-Picker herrschen. Wir werden uns wohl nicht mehr in einem Umfeld befinden, in dem „die Flut alle Boote anhebt“. Während das Beta-Risiko steigt, gibt es glücklicherweise nach wie vor Alpha-Möglichkeiten.

Value-Investment und Risiko

Augenscheinlich lohnt es sich, im Universum der Value-Aktien nach Anlagemöglichkeiten zu suchen. Seit mehr als 18 Jahren tun wir unser Bestes, um durch Anlagen in niedrig bewerteten Aktien wettbewerbsfähige Renditen zu erzielen. Dies ist uns über diesen langen Zeitraum bei unserem am längsten laufenden Fonds Value Aktier (in Dänemark) gut gelungen, der seit 1997 eine annualisierte Überschussrendite von +3,8% erzielte. Es ist aber auch festzuhalten, dass der MSCI World Value Index seit der globalen Finanzkrise noch immer zu kämpfen hat und sieben Jahre in Folge unterdurchschnittlich abschnitt. Wie bereits mehrfach in vorherigen Anlegerinformationen erwähnt, dürften steigende Zinssätze in den nächsten Jahren Value-Anlegern den Weg ebnet helfen. Überdies sind höhere Zinssätze offensichtlich auch für aktive Manager insgesamt eine gute Neuigkeit. 2015 legte Nomura eine Studie vor, die zeigte, dass es in den letzten 50 Jahren einen starken Zusammenhang zwischen steigenden Zinssätzen und der Outperformance aktiver Manager gab. Ein Grund für dieses Phänomen liegt darin, dass kleinere Unternehmen bei steigenden Zinssätzen in der Regel eine Outperformance erzielen (da sie im Allgemeinen sensibler auf Liquiditätsänderungen reagieren) und aktive Manager, sowie insbesondere Value-Manager, bei steigenden Zinssätzen in der Regel ein höheres Engagement in Small-Caps haben. Umgekehrt haben wir jüngst bereits gesehen und erläutert, dass Blue-Chip-Unternehmen, in denen naturgemäß nach Marktkapitalisierung gewichtete Indizes und passive Fonds engagiert sind, in der Regel in einem Umfeld mit sinkenden Zinsen besser abschneiden.

Wir bleiben in einer Value-Strategie investiert. Wir sind der Auffassung, dass unsere aktive Verwaltung auch in Jahren (wie 2015), in denen Value-Aktien insgesamt schlechter abschneiden, höhere Renditen erzielen kann, und wir erkennen langfristig ein großes Value-Potenzial. Wir gehen weiterhin diszipliniert und methodisch vor und wählen Wertpapiere auf Grundlage ihrer attraktiven Bewertungen aus. Die robusten Fundamentaldaten der Unternehmen dürften sich letztlich in höheren Aktienkursen niederschlagen, und

Aktionäre, die imstande sind, die derzeitige Volatilität an den Märkten durchzustehen, dürften belohnt werden.

Anfang 2015 beschrieben wir die starken Auswirkungen makroökonomischer und geopolitischer Ereignisse auf unsere und die Renditen anderer aktiver Anleger in den letzten Jahren. Wir gaben zu, dass selbst langfristige Value-Anleger an der relativen Performance und häufig an kurzfristigen zeitlichen Horizonten gemessen werden, und sagten, dass wir in Zukunft der Länder- und Sektorenzusammensetzung größere Aufmerksamkeit schenken würden. In diesem Sinne beginnen wir 2016 mit einem Risikoprofil, das nun ein im Vergleich zu den Benchmarks geringeres Risiko aufweist. Wir bleiben bei den Engagements im Stilrisiko – Value- und Small-Cap-Risiko – haben allerdings die Aufschlüsselung unseres Risikos etwas angepasst: Es liegt nun weniger in der Auswahl von Ländern und Sektoren (geopolitisches Risiko) und mehr in der Auswahl bestimmter Titel.

Marktsplaltung: die USA und FANGs

Die Aufnahme einer weiteren Handvoll US-Aktien im vierten Quartal ist die auffälligste Änderung. Gemessen in US-Dollar tendierte der US-Aktienmarkt mit einer Gesamtrendite beim MSCI USA von 0,7% 2015 mehr oder weniger flach. Nur wenigen vereinzelt Titeln ist es zu verdanken, dass es nicht noch schlimmer kam. Eine Gruppe von Aktien – angesagte Internetaktien – schnitt äußerst gut ab und stützte die Indexrenditen insgesamt. Es hat sich eingebürgert, Gruppen beliebter Aktien Spitznamen zu geben. In den 1960er-Jahren bezeichnete man einen langen Hausse-Markt als die „Nifty Fifty“ der Buy-and-Hold-Titel. Heute spricht man von den „Nifty Nine“. Oder FANTA: Facebook, Amazon, Netflix, Tesla, Alphabet (der neue Name für Google). Oder FANG: Facebook, Amazon, Netflix, Google. Die FANG-Werte erzielten im 4. Quartal 2015 eine durchschnittliche Rendite von 20% und im Jahresverlauf eine Gesamtrendite von sage und schreibe 70% – unglaubliche Zahlen für diese Titel, die nun 5% des Index ausmachen. Wie steht es um die Aktien, die die restlichen 95% des Marktes ausmachen? Nach unserer Rechnung lagen sie durchschnittlich mit 2% im Minus.

Wir bei Sparinvest sind weiterhin der Auffassung, dass eine Anlage in unterbewerteten, wenig beachteten Titeln die Erzielung langfristiger Überschussrenditen ermöglicht. Wertpapierkurse sind jedoch das Ergebnis von Angebot und Nachfrage. Einige der beliebten Unternehmen – die FANGs – verändern mit ihren bahnbrechenden Produkten tatsächlich die Welt, und wir erkennen bei vielen von ihnen gutes

Potenzial. Ihre Aktien werden jedoch auch stark nachgefragt, und wir stellen fest, dass viele zu äußerst hohen Gewinnkennzahlen gehandelt werden. In einer Welt stagnierender Umsätze und voller Sorgen um die weltweite Konjunktur strömen die Anleger ungeachtet der Bewertung in Scharen zu Unternehmen, die ein robustes Umsatzwachstum aufweisen. Auch auf die Gefahr hin, dass wir wie eine kaputte Schallplatte klingen, sind wir der Auffassung, dass sich die Nachfrage angesichts der Kluft bei den Bewertungen und angesichts des Zinsanhebungsszenarios letztlich breiter verteilen und bei Wertpapieren mit attraktiveren Kursmerkmalen für eine robuste relative Performance sorgen wird.

Fazit

Wie stets unterlassen wir es abgesehen von unseren obigen Ausführungen, die kurzfristigen Renditen vorherzusagen. Bei begrenzten Erwartungen hinsichtlich der Gesamtrenditen des Marktes 2016 dürfte die Titelauswahl in naher Zukunft ein wichtiges Thema sein, und wir möchten den erwarteten Anstieg der Volatilität nutzen, um gute Unternehmen zu attraktiven Bewertungen aufzunehmen.

Nach sieben Jahren in Folge, in denen der Bereich Growth gemessen an den globalen MSCI Indizes besser abschnitt als Value, wissen wir, wie frustrierend es sein kann, nicht im Strom mitzuschwimmen, und wir haben bisweilen Anlagerenditen, die in einem Quartal oder Jahr „der Musik hinterherlaufen“. Sicherlich schenkte der Markt unserer Philosophie einmal mehr wenig Beachtung, aber in diesem Jahr trotzte unsere Titelauswahl im Großen und Ganzen dem Gegenwind und ermöglichte uns bei der Mehrzahl unserer Fonds sehr zufriedenstellende Ergebnisse im Quartal und Jahr. Wir sind sicher, dass Value-Aktien besseren Zeiten entgegensehen, und freuen uns auf diesen lang ersehnten Rückenwind. Komme, was da wolle im nächsten Jahr, wir vertreten die Auffassung, dass die genaue Betrachtung der Fundamentaldaten von Unternehmen uns beim Risikomanagement des Portfolios an möglicherweise volatilen Märkten helfen wird. Dies sollte das Fundament für einen langfristigen Kapitalzuwachs für unsere Kunden legen. Wir danken Ihnen herzlich für Ihre Unterstützung und freuen uns auf neue, gemeinsame Chancen und Ziele im Jahr 2016.

Sparinvest Value Team

*Obere Reihe, von links nach rechts:***David Orr***Senior Portfolio Manager***Lisbeth Søgaard Nielsen***Portfolio Manager***Jeroen Bresser***Portfolio Manager***Per Kronborg Jensen***Senior Portfolio Manager***Morten Rønnow Tandrup***Equity Analyst**Untere Reihe, von links nach rechts:***Karsten Løngaard***Senior Portfolio Manager***Jens Moestrup Rasmussen***Team Leader / Leitender Portfoliomanager***Trine Uggerhøj***Portfolio Manager***Kasper Billy Jacobsen***Leitender Portfoliomanager*

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

Signatory of:



¹Der 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.