



Informationen für Anleger – Value-Aktien

4. Quartal 2014

Sehr geehrte Anlegerin, sehr geehrter Anleger!

Der Begriff 'Gottes eigenes Land' wird oft für die Vereinigten Staaten benutzt, vor allem von den dort lebenden Menschen selbst. Mit dem Beginn des neuen Jahres kommt vielen Aktienanlegern vielleicht 'Gottes eigener Markt' in den Sinn, wenn sie an den US-Markt 2014 denken. Der S&P 500 kletterte auf neue Höchststände, und dem Blue-Chip-Bereich des Index konnten die weltweiten Turbulenzen in der zweiten Jahreshälfte 2014 kaum etwas anhaben.

Insgesamt nahmen die Sorgen bei Anlegern weltweit zum Jahresende angesichts der schwachen Wirtschaftsentwicklungen in der Eurozone, in Japan und in China zu. Des Weiteren erhöhten sich die geopolitischen Risiken mit dem Islamischen Staat, der für Unruhen im Nahen Osten sorgt, dem sich verschlechternden Verhältnis zwischen Europa und Russland und der Ebola-Epidemie in Westafrika - um nur einige zu nennen.

Ungleichheiten an den Märkten

Trotz dieser Rahmenbedingungen setzte der US-Markt seine Rally fort und ließ den Rest der Welt hinter sich. Dies macht das vierte Quartal zu einer schwierigen Zeit für Anleger wie uns, die eine Neigung zu Europa und Japan haben. Sowohl die Performance als auch die Bewertung drifteten bei Aktien in den letzten Monaten eindeutig immer mehr auseinander, da der stetige Anstieg von US-Aktien weiteres Kapital anzog. Durch den Zufluss von Anlagekapital angefacht, hat sich der US-Dollar im Verhältnis zum Euro ebenso wie zum Yen weiter verteuert.

Der negative Trend in unserem Fonds gegenüber der Benchmark begann im 3. Quartal und setzte sich im 4. Quartal

fort. Ursächlich hierfür war in erster Linie das mangelnde Engagement im steigenden US-Dollar und am US-Aktienmarkt. Allein hierauf entfielen rund 70 % unserer relativen Underperformance für das gesamte Jahr. Im Rückblick hätten wir mehr Dollar-Vermögenswerte im Portfolio haben sollen, doch in der zweiten Hälfte von 2014 sah der US-Aktienmarkt zu einem großen Teil so aus, als sei der bestmögliche Verlauf eingepreist. Bei der Teilnahme an einer Value-Investment-Konferenz Anfang September in New York haben wir kaum etwas gefunden, was unsere Ansicht geändert hätte, nämlich dass die USA - im Allgemeinen - ein teurer Markt sind, während Europa viele interessante traditionelle, langfristige Anlagen bietet. Am Profil unserer Portfolios hat es im Laufe des Quartals insgesamt keine drastischen Veränderungen gegeben. Die wesentlichen geografischen Merkmale der globalen Fonds mit einer relativen Übergewichtung in Europa und Japan auf Kosten der USA-Engagements bleiben dieselben.

Ende 2014 ging es aber nicht einfach nur darum, dass sich die USA deutlich besser entwickeln als andere Regionen. Wenn wir Small Caps mit Large Caps bzw. Value- mit Wachstumsaktien (Growth-Aktien) vergleichen, sehen wir, dass der Markt bei diesen beiden Kriterien auseinander gedriftet ist. Dies war auf globaler Ebene und sogar in den USA in den Fall. Wenn wir die Daten von Kenneth French für die Zusammenstellung einer Anlagestilbox heranziehen, stellen wir eine massive Underperformance von Value- und Small-Cap-Werten im Berichtsjahr fest.

Global Markets, Jun 2014 - Dec 2014

		Small cap						
Growth		-11.8%	-12.0%	-8.3%	-10.5%	-10.6%	Value	
		-3.8%	-5.1%	-6.5%	-8.9%	-14.1%		
		-1.2%	-5.3%	-7.6%	-9.9%	-8.9%		
		-0.7%	-3.8%	-6.3%	-5.9%	-11.6%		
		1.2%	-0.7%	-6.1%	-6.8%	-6.5%		
		Large Cap						

Global Markets, Jun 2014 – Dec 2014	Globale Märkte, Juni 2014 – Dez. 2014
Small Cap	Small Caps
Growth	Growth
Large Cap	Large Caps
Value	Value
-11,8 %	-11,8 %

US Markets, Jun 2014 - Nov 2014

		Small cap						
Growth		-11.0%	-2.7%	-6.2%	-4.0%	-4.1%	Value	
		2.1%	0.2%	-1.2%	-3.3%	-11.6%		
		6.3%	-0.5%	-3.9%	-5.3%	-3.8%		
		7.5%	-1.4%	2.6%	-2.2%	-7.2%		
		9.2%	4.9%	6.6%	-1.5%	0.3%		
		Large Cap						

US Markets, Jun 2014 – Dec 2014	US-Märkte, Juni 2014 – Dez. 2014
Small Cap	Small Caps
Growth	Growth
Large Cap	Large Caps
Value	Value
-11,0 %	-11,0 %

Für einen Value-Fonds, dessen durchschnittliche Marktkapitalisierung bei etwa einem Drittel der Benchmark liegt, hatte die Performance dieses Anlagestils offensichtliche Konsequenzen für die Renditen unseres Fonds im Vergleich zur Benchmark. Da die Anleiherenditen in den USA zurückgingen, erlebten die Märkte in ähnlicher Weise eine überaus starke Performance bei den 'anleiheähnlicheren' Sektoren - Gesundheitswesen, Versorger und Basiskonsumgüter, ein Thema, das wir in vorhergehenden Anlegerinformationen bereits erörtert haben.

Diese Diskrepanz bei Performance und Bewertungen hat auch Auswirkungen auf zukünftige potenzielle Anlagen. Angesichts von weiter gestiegenen US-Aktien sind diese als Konsequenz hieraus noch teurer geworden. Allerdings bestehen durchaus einzelne Chancen, und wenn wir sie finden, sind wir sicherlich bereit, unser Engagement in den USA und im US-Dollar zu erhöhen. Tatsächlich investierte der Sparinvest Global Value vor kurzem in zwei US-Aktien: in Regions Financial, einer Bank, und in Ascena Retail Group, die eine landesweite Kette von Damenoberbekleidungsgeschäften unterhält.

Europäische Herausforderungen

Europäische Aktien wiesen im Berichtsquartal erneut eine deutliche Underperformance aus, was zum Teil auf die oben genannte Entwicklung der Währungen zurückzuführen war. Von daher hat man den Eindruck, als wiederhole sich das Jahr 2011, als europäische Vermögenswerte für toxisch gehalten wurden und die Märkte vielleicht mehr auf makroökonomische Entwicklungen als auf betriebswirtschaftliche Fundamentaldaten oder Fragen, wo Unternehmen ihre Gewinne erwirtschaften, reagierten. Bei Anlagen in Aktien ist es wichtig zu bedenken, dass man Unternehmen und keine Länder kauft. Anstatt zu schauen, wo ein Unternehmen seinen Sitz hat oder gelistet ist, sehen wir uns an, woher die Erlöse eines Unternehmens stammen. Im Vergleich zu vielen Aktienwerten mit Sitz in den USA waren wir Anfang dieses Jahres einfach davon überzeugt, dass wir in Europa gelistete Unternehmen desselben Kalibers mit Kursabschlägen kaufen konnten. Da die globalen Portfolios auf Unternehmen mit Sitz in Europa ausgerichtet waren, hatte dies im Berichtsquartal erhebliche negative Auswirkungen auf die Performance im Verhältnis zur Benchmark.

Unterdessen sollten sich Anleger, die nach Wachstumspotenzialen zu einem sehr überzeugenden Preis Ausschau halten, nach unserer Auffassung nicht von den wirtschaftlichen Schwierigkeiten in Europa abschrecken

lassen. Das Wirtschaftswachstum hat sich in Europa sicherlich abgeschwächt, und wir verstehen, warum Anleger über die Kombination aus niedrigem Wachstum und niedriger Inflation besorgt sind. Und ja, es besteht auch ein Risiko, dass es der europäischen Wirtschaft noch schlechter ergeht, bevor sich die Lage bessert. Glücklicherweise scheint die Europäische Zentralbank das Risiko zu erkennen und hat bereits ihre Absichten signalisiert, die geldpolitischen Anreize auszubauen. Natürlich gibt es Risiken bei der Umsetzung, wir glauben allerdings, dass weitere Konjunkturmaßnahmen die Eurozone weg von der Deflation führen könnten. Wir meinen zudem, dass eine allmähliche Erholung der europäischen Wirtschaft weiteres Aufwärtspotenzial für die zyklischen europäischen Aktien bringen kann, in die wir investiert haben.

Fortschritte in Japan

In früheren Anlegerinformationen haben wir eingehend über die sich bessernden Fundamentaldaten in Japan berichtet. Die letzten Konjunkturdaten waren etwas schwach, auch wenn damit in gewissem Umfang zu rechnen war, nachdem Japan Anfang 2014 die Mehrwertsteuer erhöht hatte. Premierminister Abe wurde gerade wiedergewählt, mit einem erneuerten Mandat, um sein Reformpaket in den Bereichen Arbeitsmarkt, Landwirtschaft, Renten, Steuern und Unternehmensführung voranzubringen und Sonderwirtschaftszonen einzurichten. Wir sehen zunehmende Anzeichen für eine geradezu revolutionäre Veränderung in den Einstellungen zur Frage der Unternehmensführung und meinen, dass dies - wenn es sich am Ende in einer veränderten Kapitalallokation und einer erhöhten Eigenkapitalrendite äußert - ein wichtiger Treiber sein kann.

Japanische Unternehmen haben seit der globalen Finanzkrise in den letzten Jahren zwar intensiv an Umstrukturierungen gearbeitet, doch die positiven Effekte wurden zunächst von den negativen Auswirkungen eines allzu starken Yen überschattet. Die Abschwächung des Yen seit Dezember 2012 hat dies natürlich geändert, und bei vielen Unternehmen ist eine sehr deutliche Verbesserung der Gewinne festzustellen. Für 2015 wird erneut damit gerechnet, dass die Gewinnzuwächse in Japan die in den USA und Europa übertreffen, während hier weiterhin bei niedrigeren Bewertungen gehandelt wird.

In den letzten Anlegerinformationen gingen wir auf ein paar Beispiele von Unternehmen ein, die eine erfolgreiche Neupositionierung geschafft haben. In diesem Zusammenhang kommen einem auch Sony und Panasonic in den Sinn. Beide Unternehmen erkennen inzwischen, dass Unterhaltungselektronik zu einem Massengut geworden ist,

und haben deswegen ihr Engagement in diesen Geschäftsfeldern reduziert. Beide Unternehmen stehen nun kurz davor, die besten oder zweitbesten operativen Gewinne der letzten 15 Jahre zu erwirtschaften. Infolge dieser Neupositionierungen und natürlich auch aufgrund des Abenomics-Umfelds hat sich der Aktienkurs beider Unternehmen in den letzten zwei Jahren fast verdreifacht. Dies sind in Japan nicht die einzigen Beispiele für Unternehmen, die in den letzten Jahren ganz erhebliche Aktienkurssteigerungen erlebt haben. Deswegen nähern sich inzwischen mehr und mehr der vormals unterbewerteten Unternehmen ihrem inneren Wert. Wir haben vor kurzem bereits einige unserer Positionen verkauft und erwarten auch für die kommenden Monate weitere Veräußerungen.

Zusammenbruch des Ölpreises

Zu den Aktien, die im vierten Quartal am heftigsten betroffen waren, gehören Werte aus dem Energie- und Grundstoffsektor - insbesondere Öldienstleistungen, Metalle und Bergbau. Dies hatte negative Auswirkungen auf viele unserer Fonds, wobei Energieaktien zu den Einzelwerten zählten, die unsere Fonds am meisten beeinträchtigten: In einigen Fällen kam es hierbei innerhalb von ein paar Wochen zu Kurseinbrüchen von 30-40 %.

Nach einer Handvoll stabiler Jahre büßte Rohöl im Laufe des Quartals rund 40 % ein. Noch im Sommer konnte von fallenden Ölpreisen kaum die Rede sein. Tatsächlich herrschten sogar Bedenken, dass geopolitische Unruhen und Produktionsausfälle den Ölpreis in die Höhe treiben könnten. Ähnlich wie die meisten anderen Beobachter haben wir den Ölpreisabsturz nicht vorausgesehen. Wir haben immer gesagt, dass wir den inneren Wert eines Barrels Öl nicht einschätzen können - denn das ist ein Vermögenswert, der abgesehen davon, dass er irgendwann verkauft werden kann, keine anderen Erträge generiert. Allerdings glauben wir nach wie vor, dass wir in erdölbezogene Unternehmen investieren können, und haben eine Meinung zur Ölpreisbildung.

Wir sind der Überzeugung, dass langfristig der Preis eines Rohstoffs etwas über den Produktionskosten von Grenzproduzenten angesiedelt sein sollte. Für die Produktionskostenkurve bei Erdöl existieren verschiedenste Schätzungen in aller Welt, und genaue Schlussfolgerungen sind unmöglich - mit Sicherheit aber scheinen die aktuellen Preise niedriger als die Betriebskosten in vielen laufenden Projekten und potenziellen zukünftigen Projekten zu sein.

Kurzfristig kann jedoch enorme Volatilität herrschen, und die Preise fallen möglicherweise noch weiter. Der Preisrückgang

scheint durch mehrere Faktoren ausgelöst worden zu sein. Auf der Angebotsseite ist die Förderung in Nicht-OPEC-Ländern seit der globalen Finanzkrise deutlich gestiegen, angefacht vor allem durch die Schieferölproduktion in den USA. Auf der Nachfrageseite hat das Wachstum 2014 nachgelassen, vor allem in China und Europa. Für viele Beobachter überraschend ließ Saudi-Arabien - und damit die OPEC - erkennen, dass man dort nicht länger bereit ist, das Gleichgewicht herzustellen, indem die Förderung zur Stützung des Erdölpreises gedrosselt wird. (In der Palette potenzieller Motive für die neue Strategie ist der wahrscheinlichste Grund der Wunsch, Zuwächse bei der Nicht-OPEC-Förderung zu begrenzen, indem Investitionen in US-Schieferölprojekte abgewehrt werden, und anderen OPEC-Mitgliedern wie dem Iran zu zeigen, dass Saudi-Arabien nicht länger alleine die Nachteile von Produktionseinschnitten tragen will.)

Nach unserer Auffassung kann und wird sich dieses Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage auflösen, allerdings nicht über Nacht. Eine Erholung der Preise könnte ganz allmählich verlaufen, obwohl wir alle wissen, dass sich die Gegebenheiten an den Ölmärkten sehr schnell ändern können. Die Ölförderung erfordert umfangreiche Investitionen, schon allein um das Produktionsniveau zu halten, und üblicherweise führt ein niedriger Ölpreis dazu, dass Produzenten die von ihnen geplanten Ausgaben überprüfen. Einige Projekte werden verschoben oder storniert. Die Auswirkungen können bei US-Schieferöl relativ rasch spürbar werden, weil die Lebenszyklen einzelner Anlagen sehr kurz sind. Für einige Unternehmen, die massiv Fremdkapital aufgenommen haben, wird die Verknappung flüssiger Mittel sogar noch härter. Verschiedene Erdölgesellschaften haben bereits ihre Investitionspläne zurückgefahren, und die Bohraktivitäten in Nordamerika haben ihre Spitze erreicht. Das bedeutet keine sofortigen Konsequenzen für die Produktion, aber weil die Ausgaben zurückgehen, schrumpfen die Reservekapazitäten und verlangsamen sich letztendlich die Produktionszuwächse. Dies wiederum stützt den Ölpreis. Unterdessen kann ein rückläufiger Ölpreis eine Reaktion auf der Nachfrageseite bewirken, z. B. beim Kraftstoffverbrauch. Eines ist in jedem Fall sicher: Angefangen bei den USA über Russland bis hin zu Saudi-Arabien hat im Ölgeschäft niemand Freude an dem derzeitigen Preis.

Einige unserer Anlagen im Energiesektor betreffen Erdöldienstleister, die ganz allgemein in den letzten Monaten als Folge fallender Dienstleistungspreise und erwarteter Investitionseinschnitte bei den großen Erdölgesellschaften gelitten haben. Kurzfristig ist es schmerzhaft, diese Entwicklung mit anzusehen, doch je mehr sie ihre bestehende Ressourcenbasis ausschöpfen, desto größer wird die

Notwendigkeit in einem späteren Stadium sein, neue Ressourcen zu finden. Wir halten an unserer Position in der Branche fest, da wir im Laufe der Zeit mit einer Erholung rechnen. Diese gegenläufige Einschätzung kann kurzfristig wehtun, wird sich langfristig aber auszahlen. Wir sind immer noch in der Branche engagiert, in der wir wie immer nach hochwertigen Anlagen und soliden Bilanzen Ausschau halten, um den Sturm zu überstehen. Aus solchen Zeiten gehen starke Unternehmen häufig mit noch dominanteren Positionen hervor.

Volatilität und Risiko

Eine ganze Weile lang haben uns rohstoffbezogene Aktien - und zyklische Papiere im Allgemeinen - überzeugt, weil sie von vielen Anlegern aufgrund einfacher Risikomessgrößen wie z. B. der Kursvolatilität unterbewertet wurden. Viele Anleger haben aufgrund der allgemeinen Marktvolatilität im Jahr 2008 und erneut im Jahr 2011 Verluste erlitten. Dies hat sie dazu veranlasst, Unternehmen mit Cashflow-Profilen zu meiden, die volatil sind oder als solches gelten. Dabei haben sie viele Industrie-, Grundstoff- und Energieaktien unabhängig vom Kurs außer Acht gelassen. Da diese Aktien im vierten Quartal - aufgrund der sich abschwächenden Rohstoffpreise, des fester werdenden US-Dollars und der wachsenden Bedenken wegen eines globalen Konjunkturabschwungs - deutlich gefallen sind, haben Anleger weiter Aktien mit glatten Cashflow-Verläufen angehäuft (trotz hoher Bewertungen - ein Thema, das wir in früheren Kommentaren auch schon erörtert haben). Defensive Unternehmen mit stabilen Cashflow-Profilen erlebten eine Rally, die durch sinkende Zinsen unterstützt wurde. Infolgedessen sind die Bewertungsunterschiede zwischen zyklischen und defensiven Titeln heute sogar noch weiter gewachsen.

Dies ändert allerdings nichts an der Tatsache, dass sich defensive Aktien mit geringer Volatilität abermals überdurchschnittlich entwickelten, während wir dem Index hinterher hinkten. Das zeigt, wie die aktuelle negative Stimmung gegenüber zyklischen Papieren ein sich selbst unterhaltendes Muster ist, für dessen Auflösung es Zeit braucht. Das wiederum ist der Grund, warum ein Value-Anleger eine langfristige Vision haben muss. Häufig kaufen wir Aktien und erleben einfach, dass ihr Kurs weiter fällt. Wir behaupten nicht, dass wir die Fähigkeiten für das richtige Markt-Timing haben, und wir müssen demütig eingestehen, dass wir nicht in der Lage sind, bei einer einzelnen Aktie, einem Sektor oder einer Region den Tiefststand zu erwischen. Wir ermutigen Anteilseigner, Renditen mittel- bis langfristig zu bewerten. Wie wir in der Vergangenheit bereits erklärt haben, rechnen wir

damit, dass unsere Strategie zuweilen kurzfristige Volatilität erlebt. Doch Kursvolatilität ist nicht gleichbedeutend mit permanentem Kapitalverlust. Häufig fällt der Rückgang beim notierten Aktienkurs stärker aus als die Verschlechterung bei den Unternehmensfundamentaldaten. Sich vor dieser Art von Volatilität oder dem 'kursbezogenen' Risiko als Value-Anleger in Acht zu nehmen, kann sehr schwierig sein, da dies häufig mehr mit dem Zustand anderer Anteilseigner als mit der Finanzlage eines zyklischen Unternehmens zu tun hat.

Nokia

Eine Aktie, die unter der negativen Stimmung und unter Kursrückgängen in der letzten Zeit gelitten hat, ist Nokia. Wir investierten im August 2011. Der Aktienkurs war von EUR 25 im Jahr 2007 aufgrund verlorener Marktanteile bei Mobiltelefonen auf weniger als EUR 4 gefallen. Trotz der schwierigen Aussichten war Nokia immer noch profitabel, verfügte über 40 % seiner Marktkapitalisierung an Nettozahlungsmitteln und seine Aktien wurden in etwa zum Buchwert gehandelt. Das Unternehmen besaß ein solides Patentportfolio und war dabei, die Umstrukturierung seines Netzwerkgeschäftsbereichs abzuschließen - ein vielversprechendes Geschäftsfeld, das von einigen, die sich auf die Probleme bei Mobiltelefonen konzentrierten, vielleicht übersehen worden war.

Bei Mobiltelefonen bewahrte sich Nokia eine solide Position auf Schwellenmärkten, und wir schätzten seine Kooperation mit Microsoft als ernst zu nehmenden Versuch ein, eine Lösung für sein schwaches Smartphone-Angebot zu finden. Microsoft war in der Mobilbranche kein Neuling, da bereits ein Mobilbetriebssystem mit starker Position in Asien erfolgreich eingeführt worden war. Wir stellten fest, dass in China die Markennamen Nokia und Microsoft stärker blieben als Apple und Google. Unterdessen begrüßten andere Gerätehersteller und Telekommunikationsbetreiber ein drittes Ökosystem, das Apple und Android einige Konkurrenz machte.

Wir sahen also Herausforderungen, meinten aber auch, dass Nokia einer Lösung näher als dem Anfang des Problems war. Kurz nach unserem Investment ging Nokia mit seiner neu geschaffenen Marke Lumia erfolgreich in den USA an den Start und der Aktienkurs fing an zu steigen. Doch im Frühjahr 2012 begannen die Dinge sehr schnell schief zu laufen. Inmitten einer europäischen Schuldenkrise enttäuschte die von großen Hoffnungen begleitete Einführung von Lumia, während die Umstellung von Mobiltelefonen auf Smartphones sehr viel rascher als erwartet vonstatten ging. Der Marktanteil von Nokia ging drastisch zurück, während sich Anleger immer mehr Sorgen über die Cashflows machten. Im Juli 2012 lag der Kurs

der Nokia-Aktien nur noch bei einem Drittel des Standes, zu dem wir ursprünglich eingestiegen waren.

Wir sind ebenfalls über das Risiko eines permanenten Kapitalverlusts besorgt. Deswegen beobachteten wir die potenzielle Verschlechterung von Cashflow und Bilanz mit großer Aufmerksamkeit. Die Zwischenergebnisse 2012 zeigten, dass die Netto-Cash-Position weiter robust blieb - bei 80 % der Marktkapitalisierung - und dass die Gerätestückzahlen die Erwartungen übertrafen. Unsere Analyse deutete darauf hin, dass die Entwicklungen zwar gewiss nicht rosig waren, dass aber die Risiken übermäßig eingepreist worden waren und der Basiswert von Nokia weitgehend intakt blieb. Wir vermuteten, die Unternehmensleitung würde am Ende entschlossen handeln und nicht untätig bleiben, während die flüssigen Mittel von Jahr zu Jahr aufgezehrt würden. Gerüchte über eine Zerschlagung des Unternehmens machten die Runde, bei der ein Teil des Werts herauskristallisiert werden könnte.

Im Sommer 2013 wurde aus den Gerüchten dann Wirklichkeit. Nokia sicherte sich eine Zukunft, indem es die Beteiligung seines langfristigen Netzwerkpartners Siemens erwarb und so das volle Eigentum an diesem nun soliden Geschäftsfeld erhielt. Im September kündigte Nokia an, man werde das Telefongerätegeschäft an Microsoft veräußern. Die Aktien kletterten rasch auf EUR 5 und damit deutlich über unser Einstiegsniveau. Wir hielten an unserer Anlage fest und warteten auf den Abschluss der Transaktion und die Bekanntgabe Anfang 2014, wie Nokia sein großzügiges Kapital einsetzen würde.

Letztendlich verkauften wir unsere Nokia-Aktien Ende 2014 bei einem Kurs von EUR 6,6. Das entsprach ungefähr dem geschätzten inneren Wert, den wir im Sommer 2011 kalkuliert hatten. Das Ganze war ein holpriger Weg, und das Investment entwickelte sich nicht genau nach unseren Erwartungen, aber von der anfänglichen Anlage bis zum Verkauf belief sich die Gesamtrendite einschließlich Dividenden auf zufriedenstellende 22 % pro Jahr.

Fazit

Wir haben stets die Meinung vertreten, dass weder makroökonomische noch geopolitische Risiken ignoriert werden sollten. Wir sind aber auch davon überzeugt, dass sie generell nicht im Mittelpunkt von Entscheidungen über die Titelauswahl stehen sollten. Nach unserer Auffassung sollten Anleger ihr Augenmerk darauf legen, wie einzelne Unternehmen durch aktuelle Geschehnisse beeinflusst werden könnten. Aber selbst Bottom-up-Value-Anleger müssen bedenken, wie sich geopolitische Ereignisse auf unser

gesamtes Portfolio auswirken können. Und wir geben zu, dass selbst langfristige Value-Anleger an der relativen Performance und häufig an kurzfristigen zeitlichen Horizonten gemessen werden. Eine Lektion, die wir in der jüngsten Vergangenheit und vor allem in den beiden letzten Quartalen von 2014 gelernt haben, lautet, dass geopolitische Entwicklungen kein primärer Treiber für relative Renditen sein sollten. Dies bedeutet, dass wir in Zukunft der Länder- und Sektorenzusammensetzung von Portfolios größere Aufmerksamkeit schenken werden. In geografischer Hinsicht sind die offensichtlichen Risiken im Verhältnis zur Benchmark unsere hohen Gewichtungen in Europa und Japan. Nach unserem Dafürhalten bieten unsere Positionen in beiden Regionen gutes Potenzial, und wir finden, dass die Märkte die Eurozone allzu pessimistisch einschätzen. Das heißt, dass einige attraktive Unterbewertungen zu haben sind. Doch während, wie bereits weiter oben erörtert, bedeutende Teile des US-Marktes hohe Bewertungen aufweisen, gibt es Unterschiede in der Performance mit Streuungen bei Sektoren, Markt kapitalisierungen und Anlagestilen. Dies bedeutet, dass Potenzial für eine Aufstockung unseres Engagements in US-Vermögenswerten besteht.

Die letzten beiden Quartale waren für substanzorientierte Value-Anleger wie uns frustrierend. Trotz der relativ schlechten Aktienkursentwicklung sind wir überzeugt, dass unsere Investments nach wie vor gute Werte darstellen und sich mit etwas Geduld wahrscheinlich erholen werden. In jedem einzelnen Fall, in dem es zu erheblichen Kursrückgängen gekommen ist, überprüfen wir unsere Annahmen und vergewissern uns, dass die Anlagethese intakt ist. Wir halten nur dann an unserem Investment fest, wenn die Aktien nach unserer Einschätzung weiter unterbewertet sind, nach wie vor gute Argumente für das Investment bestehen und der Rückgang der Aktienkurse um eine Größenordnung stärker ausgefallen ist, als die Unternehmensfundamentaldaten rechtfertigen.

In einer Zeit, in der negative Nachrichten und eine sich eintrübende Stimmung unter den Anlegern die Regionen und Sektoren beherrschen, in die wir investieren, braucht es Disziplin, um investiert zu bleiben. Wir versuchen, an den alten Grundsatz zu denken, dass Sicherheit eine Funktion des gezahlten Preises ist und dass gute Anlagen häufig dann getätigt werden, wenn andere davor zurückschrecken. Auf diese Weise ist die Bewertung der maßgebliche Faktor, und wir werden weiterhin sorgfältig darauf hinarbeiten, dass das Portfolio in den Unternehmen investiert bleibt, bei denen die Kursabschläge nach unserer Einschätzung heute zu den höchsten gehören.

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 Governance-Kriterien in ihren Anlagen zu berücksichtigen.

Unterzeichner der



PRI

Principles for
Responsible
Investment

Dieser Newsletter ist weder eine Empfehlung, ein Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf einer Anlage oder zum Engagement in etwaigen anderen Transaktionen, noch eine Anlageberatung oder andere Finanz- oder Bankdienstleistung und darf nicht als solche(s) ausgelegt werden. Materialien und zum Ausdruck gebrachte Meinungen sind als Ausblick und allgemeine Informationen von Sparinvest im Rahmen des Marketings von Sparinvest und den von Sparinvest verwalteten Fonds zu betrachten. Alle hier enthaltenen Informationen stammen von Sparinvest, sofern nicht auf andere Quellen verwiesen wird. Informationen aus externen Quellen werden ohne Prüfung verwendet, und Sparinvest übernimmt keine Verantwortung für ihre Richtigkeit. Sparinvest behält sich Tippfehler, Berechnungsfehler und andere mögliche Fehler in diesen Unterlagen vor.

Die angegebenen Fonds sind 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 von Sparinvest SICAV, die ebenso wie die ursprüngliche und jegliche nachfolgend geänderte Satzung kostenlos in den Geschäftsräumen von Sparinvest oder bei den bestellten Vertriebsstellen erhältlich sind. Anlegern wird empfohlen, den Verkaufsprospekt, die Satzung und andere maßgebliche Informationen zum jeweiligen Teilfonds vor einer Anlage sorgfältig zu lesen. Wir weisen darauf hin, dass Renditen und die Wertentwicklung der Vergangenheit nicht als Garantie für die zukünftige Wertentwicklung und zukünftige Renditen zu betrachten sind. Insbesondere sind Fonds, die in ausländische Märkte investieren, Wechselkursschwankungen ausgesetzt, die den Wert der Fonds steigern oder schmälern können. Die vollständige Rückzahlung des angelegten Kapitals wird nicht garantiert. Vertretung und Zahlstelle für Anleger in der Schweiz ist: RBC Investor Services Bank S.A., Zweigniederlassung Zürich, Badenerstrasse 567, Postfach 101, CH-8066 Zürich. Veröffentlicht von Sparinvest S.A., 28, Boulevard Royal, L-2449 Luxemburg.