



Globale Emerging Markets bei Barings

Ein Gespräch mit Jean-Louis Scandella

Baring Asset Management GmbH
Ulmenstraße 35-37
60325 Frankfurt

Tel: +49 (0)69 7169 1888
Fax: +49 (0)69 7169 1889
www.barings.com

**250 years of open minds
and uncommon perspectives.**

DEZEMBER 2015

**NUR FÜR INSTITUTIONELLE ANLEGER
/ PROFESSIONELLE ANLAGEBERATER**



Jean-Louis Scandella, Head of Equities bei Barings und
Co-Investment Manager des Baring Global Emerging Markets Fund
Um den Ansatz von Barings für Anlagen in globale Schwellenmärkte
besser zu verstehen, finden Sie im folgenden Fragenkatalog die
wichtigsten Antworten von Jean-Louis Scandella.

Herr Scandella, Sie erwähnen häufig, dass im Zusammenhang mit Schwellenländeranlagen der Fokus zu stark auf gesamtwirtschaftlichen Aspekten liegt. Wie kommt das?

Wenn über Investitionen in Schwellenländer gesprochen wird, holen die Leute häufig sehr weit aus und diskutieren über die makroökonomischen Herausforderungen der gesamten Welt. „Wird es in China eine weiche oder eine harte Landung geben? Wird Brasilien in der zweiten Jahreshälfte 2016 aus der Rezession herauskommen? Werden die Sanktionen gegen Russland aufgehoben oder nicht?“ Aus meiner Sicht ergeben sich aus diesen Fragen überaus spannende Gespräche, für die Verwaltung eines Schwellenländeraktienfonds sind sie jedoch vollkommen irrelevant.

Sie können sogar kontraproduktiv wirken. Schauen wir uns beispielsweise China an. In den vergangenen 15 Jahren wuchs die Wirtschaft dort um fast 10% pro Jahr, die Marktrendite betrug jedoch durchschnittlich -7%. Vergleichen wir dies mit Südafrika, wo das Wirtschaftswachstum durchschnittlich 3% pro Jahr betrug, die Marktrendite allerdings bei 86% lag. Es existiert also schlichtweg keine Korrelation zwischen Wirtschaftswachstum und Marktrenditen – hätte man auf dieser Grundlage investiert, wäre die Folge eine immense Unterperformance gewesen.

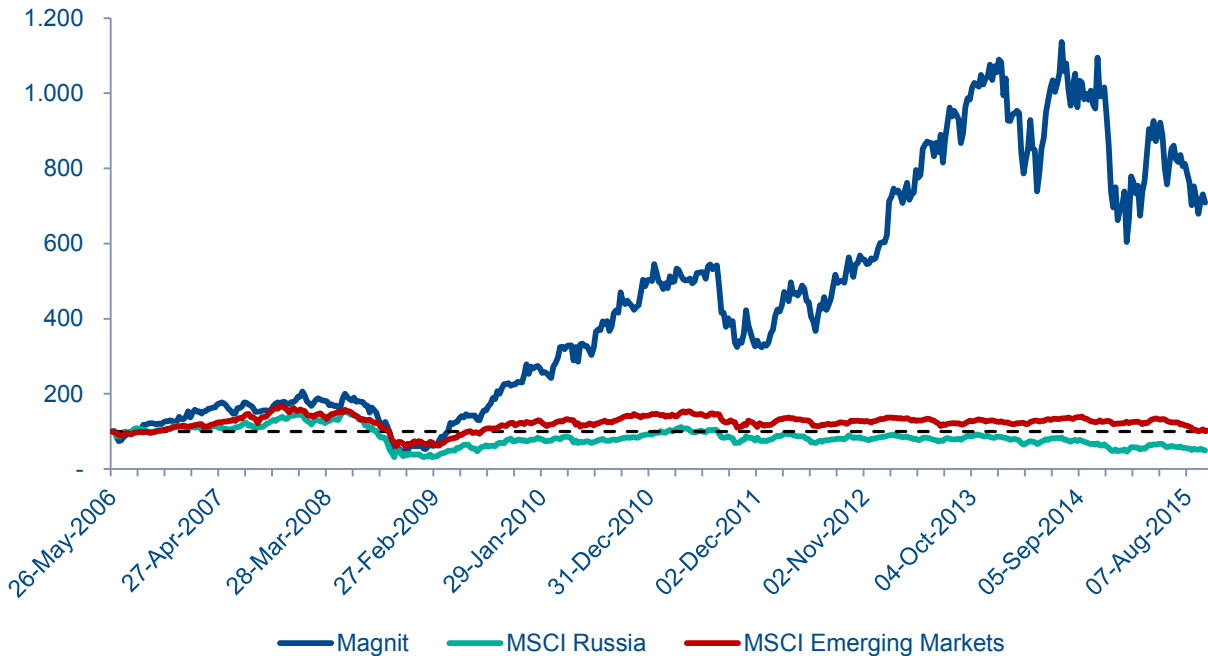
Ihrer Meinung nach liegt der Fokus außerdem zu stark auf dem Gesamtmarkt. Stimmt das?

Ja, das stimmt. Denn selbst wenn Marktteilnehmer ebenfalls der Ansicht sind, dass das BIP-Wachstum keine Rolle spielt, so denken sie doch weiterhin, dass es ausschlaggebend ist, in welchem Markt man investiert ist. Das stimmt jedoch nicht. Das Unternehmen Magnit beispielsweise, ein marktführender Einzelhändler in Russland, hat sich nicht nur wesentlich besser entwickelt als der russische Markt, der permanent enttäuscht, sondern auch besser als ein breites Spektrum an Schwellenländern.

Unser Fazit lautet aus diesem Grund, dass es beim erfolgreichen Investieren auf die einzelnen Unternehmen ankommt. Vergessen Sie die Makro-Sicht und vergessen Sie die Märkte. Unsere Analysen zeigen, dass die Wertentwicklung einer Aktie nach drei Jahren eng mit der Entwicklung der Erträge des Unternehmens zusammenhängt. Unter der Voraussetzung also, dass die Aktie ursprünglich nicht zu teuer eingekauft wurde, sollte sich das Investitionswachstum im gleichen Verhältnis wie die Nettoertragszuwächse des Unternehmens entwickeln, und zwar unabhängig von Land oder Markt.

Unsere Recherchen zeigen, dass wenn man die Erträge nach Sektoren, Ländern und unternehmensspezifischen Faktoren aufspaltet, etwa 50%-70% von dem entsprechenden Unternehmen selbst stammen. Wenn wir also über die Strategie des Baring Global Emerging Markets Fund sprechen, geht es nicht darum, wo wir mit Blick auf

Abbildung 1: Magnit, MSCI Emerging Markets und MSCI Russia Indizes (USD)



Quelle: MSCI, Oktober 2015

Regionen oder Industrien investiert sind, sondern in welche Unternehmen wir investiert haben und aus welchem Grund.

Welche Auswahlkriterien verwenden Sie für die Erwägung möglicher Investitionen in globale Schwellenländer?

Wir konzentrieren uns auf Investitionen in Schwellenländerunternehmen, die über eine überdurchschnittliche Wachstumsprognose verfügen. Um aus diesem Wachstum jedoch Rendite zu generieren, müssen zwei übliche Fallen vermieden werden, in die Growth Manager regelmäßig hineintappen: Die Überschätzung von Wachstum, für das letztendlich zu viel gezahlt wird. Unser Ansatz ist es, in Qualitätsunternehmen zu investieren, die Wachstum zu einem angemessenen Preis (Growth at a Reasonable Price - GARP) bieten. Unserer Auffassung nach können wir die erste Falle durch unseren Qualitätsfokus vermeiden, und durch unsere Konzentration auf GARP umgehen wir die zweite.

Zu erst einmal schauen wir auf die Wachstumsaussichten eines Unternehmens. Wir

suchen nach einem Ertragswachstum, das sowohl attraktiv als auch realisierbar ist. Unsere Aktienanalysten halten nach einem Wachstumspotenzial von 10-20% pro Jahr über die kommenden fünf Jahre Ausschau, was - zumindest für uns - überaus attraktiv ist. Liegt das Wachstum unter 10%, ist es für uns nicht interessant. Dies wäre dann eher etwas für Value-Investoren. Wenn die Prognose bei über 20% liegt, so ist dies ein wahrscheinliches Zeichen für eine Überschätzung des Wachstums und damit für ein Hineintappen in die erste Falle.

Wie können Sie darauf vertrauen, dass die Wachstumsprognose realistisch ist und das Wachstum nicht überschätzt wird?

Dafür gibt es zwei Methoden. Erstens haben wir den Researchprozess. Um das Ertragswachstum eines Unternehmens auf Sicht von fünf Jahren zu prognostizieren, führen unsere Analysten eine Fundamentalanalyse sowie eine gründliche Recherche über das Unternehmen durch. Entscheidend sind hierbei Gespräche mit der Geschäftsführung des Unternehmens. Das

Verständnis über ihre Ansichten, wie sie investieren und was sie zukünftig erwarten ist ohne Zweifel überaus hilfreich. Anschließend gehen wir noch einen Schritt weiter. Wir sprechen mit ihren Mitbewerbern und können so das Wachstumspotenzial des Unternehmens besser beurteilen. Wir sprechen mit Lieferanten, um herauszufinden, ob es eventuell Engpässe gibt, die das Wachstum des Unternehmens behindern könnten. Zu guter Letzt führen wir Gespräche mit Unternehmen, die ein ähnliches Geschäftsmodell in anderen Regionen verfolgen. So erhalten wir einen besseren Einblick darin, wie Erfolg aussehen könnte und welches Ergebnis realistischerweise erwartet werden kann.

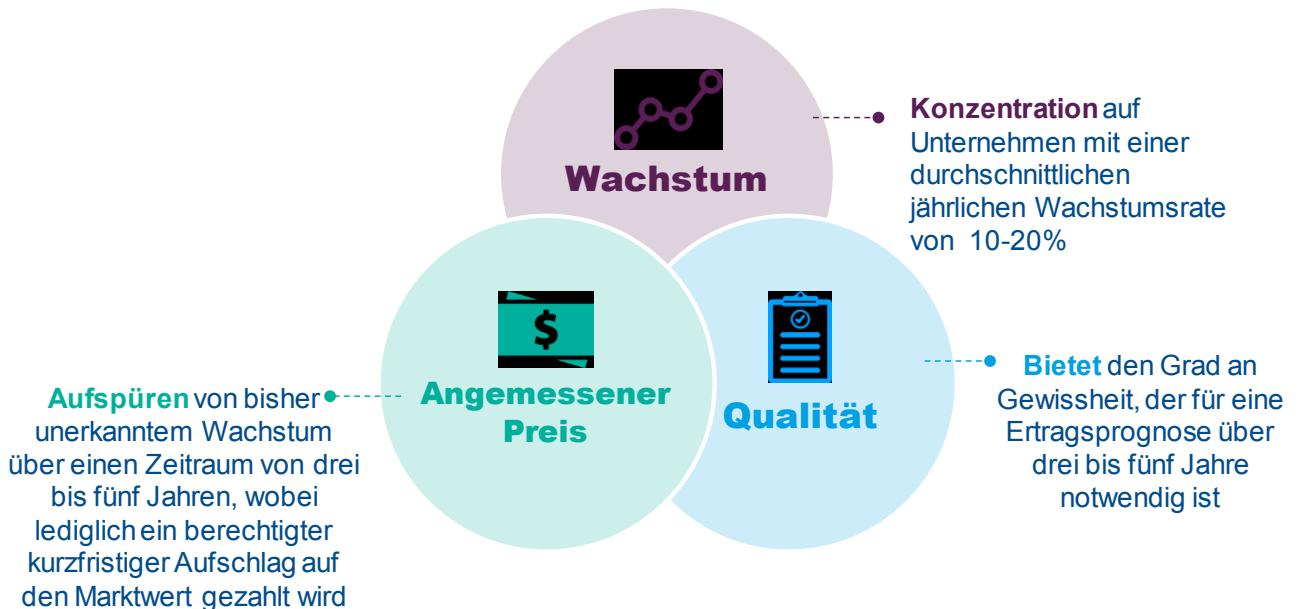
Zweitens liegt unser Fokus auf Qualität, was unserer Meinung nach die beste Vorgehensweise ist, um einer Überschätzung des Wachstums vorzubeugen. Qualität sorgt für das Erkennen und die Gewissheit darüber, dass auch wenn ein Unternehmen eine Wachstumsprognose von 20% nicht erzielen kann, das Ergebnis zumindest in der Nähe dieses Wertes liegen wird. Die Beurteilung der Qualität erfolgt durch

die Bewertung des Geschäftsfelds, der Geschäftsführung und der Bilanzen des Unternehmens.

Mit Blick auf das Geschäftsfeld schauen wir uns Firmen mit einem deutlichen Wettbewerbsvorteil an, die Einfluss auf die Preisgestaltung haben anstatt sich lediglich daran anzupassen. Wir vermeiden Unternehmen mit einer sozialistischen oder kolonialistischen Vergangenheit, die sich nicht weiterentwickelt und ihre Geschäftsmodelle nicht modernisiert haben. In den Schwellenländern finden sich viele dieser altmodischen Firmen, die wir außen vor lassen, egal wie überzeugend die Chance auf Wertzuwachs erscheinen mag.

Im Hinblick auf die Geschäftsleitung suchen wir nach glaubwürdigen Unternehmensführungen, die eine Vision sowie ein Konzept für das Wachstum der Firma über die nächsten drei bis fünf Jahre haben. Wird die Firma von Unternehmern geführt, die ebenfalls im Unternehmen investiert sind, so erachten wir dies als weiteren möglichen Indikator für eine erstklassige Geschäftsleitung.

Abbildung 2: Wachstum zu einem angemessenen Preis (Growth at a Reasonable Price)



Quelle: Barings, November 2015

Zu guter Letzt schauen wir uns die Bilanzen an. Eine gesunde Bilanz kann die notwendigen Ressourcen für die Finanzierung zukünftigen Wachstums bereitstellen und in Phasen erhöhter Volatilität zu mehr Stabilität beitragen. An dieser Stelle ist erwähnenswert, dass schwache Bilanzen üblicherweise ein Fluch für Unternehmen der Schwellenländer darstellen. Denn viele dieser Unternehmen generieren Erträge in der jeweiligen Lokalwährung und müssen gleichzeitig ihre Verbindlichkeiten in US-Dollar bedienen.

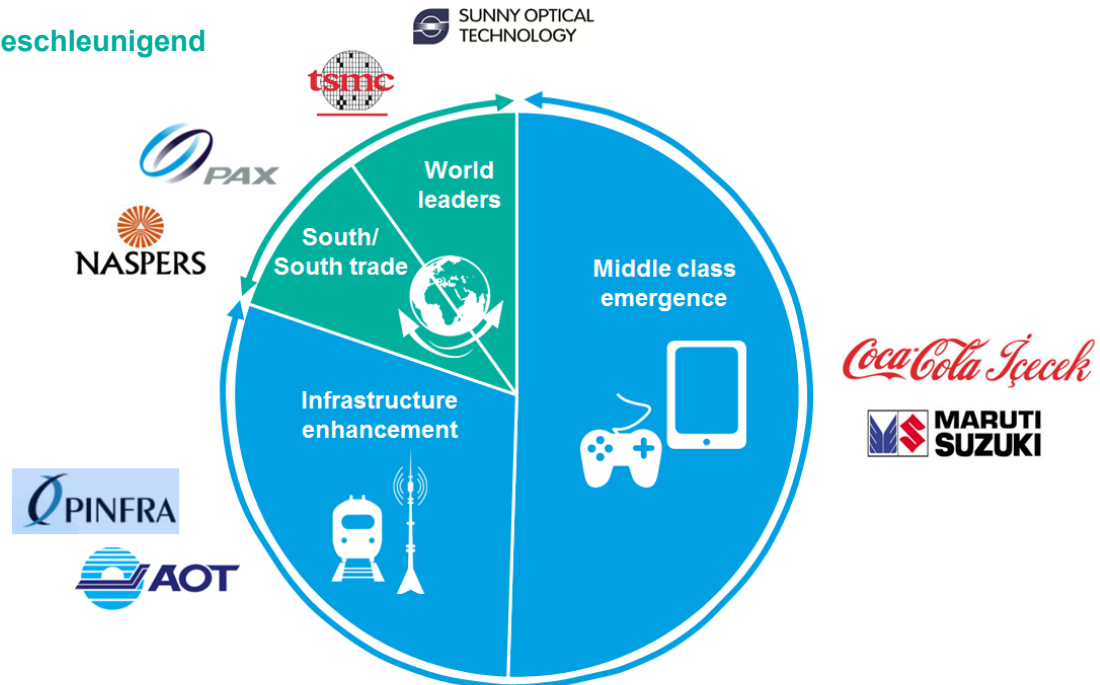
Wenn wir zu der Beurteilung kommen, dass ein Unternehmen auf Grundlage der Bereiche Geschäftsfeld, Geschäftsführung und Bilanzen von überdurchschnittlicher Qualität zeugt, bedeutet das für uns, dass es eine höhere Wahrscheinlichkeit für die Realisierung des Wachstumsszenarios gibt. Somit ist ein realistischer und gesunder Wachstumsausblick absolut maßgeblich, um das Risiko einer möglichen Enttäuschung gering zu halten.

Was ist mit der zweiten Falle? Wie stellen Sie sicher, dass eine mögliche Investition ein erstklassiges Wachstum bietet und der Preis dennoch angemessen ist?

Wenn wir ein Qualitätsunternehmen mit starkem Wachstumsausblick identifiziert haben, schauen wir im Anschluss, ob der Preis angemessen ist. Für Wachstumsunternehmen wird höchstwahrscheinlich ein Aufschlag fällig, die Frage ist also, wie hoch dieser sein wird. Im Unterschied zu anderen sind wir der Auffassung, dass man auf Basis eines Jahres kaum wissen kann, ob ein Aufschlag gerechtfertigt ist. Man kann sich den Markt anschauen und dadurch den hypothetischen relativen Wert ermitteln. Jedoch ist der einzige Weg, um tatsächlich herauszufinden, ob der Preis angemessen ist, unserer Ansicht das Diskontieren des Wachstumsszenarios über fünf Jahre. Anhand dieser Analyse können wir beurteilen, ob der Preis, basierend auf der Wachstumserwartung als Ergebnis unseres Researches, angemessen ist. Anders gesagt können wir dadurch beurteilen,

Abbildung 3: Konzepte in unserem Portfolio

Neu und beschleunigend



Traditionell aber weiterhin relevant

Quelle: Barings, 31. Dezember 2014
Die aufgeführten Daten beziehen sich auf den Baring Global Emerging Markets Fund

welche Unternehmen über ein Bewertungspotenzial nach oben verfügen, welche nicht darüber verfügen und welche möglicherweise bereits überbewertet sind.

Wie entscheiden Sie darüber, welche Unternehmen in das Portfolio aufgenommen werden?

Nachdem wir die Unternehmen ausgeschlossen haben, die unsere Anlagekriterien mit Blick auf Qualität, Wachstum und Aufwärtspotenzial nicht erfüllen, ergibt sich im Resultat unser investierbares Universum von GARP-Qualitätsunternehmen. An dieser Stelle können wir dann aus etwa 400 Unternehmen wählen.

Bei der Portfoliokonstruktion geht es in der Folge darum, Firmen zu selektieren, die unserer Einschätzung nach die besten Wachstumsaussichten sowie das größte Aufwärtspotenzial für unsere Kunden aufweisen. Da wir uns im Rahmen der Portfoliokonstruktion auf die Auswahl der besten verfügbaren

Wachstumschancen von Unternehmen konzentrieren, spiegelt die Aufteilung auf Regionen und Branchen unsere individuellen Anlageentscheidungen auf Unternehmensebene nach dem Bottom-up-Prinzip wider.

Können Sie uns Beispiele für die Art von Unternehmen nennen, die Sie gegenwärtig in Ihrem Portfolio halten?

Wir unterscheiden begrifflich zwischen zwei Arten von Unternehmen. Erstens gibt es die „traditionellen aber weiterhin relevanten“ Unternehmen. Diese sind üblicherweise eher auf die Entwicklung der Mittelschicht sowie auf die Verbesserung der Infrastruktur ausgerichtet. Hierbei handelt es sich um Qualitätsunternehmen, die entsprechend unserer Analysen starke und erkennbare Wachstumsaussichten aufweisen. Beispiele hierfür sind unter anderem Coca Cola İçecek, das Abfüllunternehmen von Coca Cola in der Türkei und in Pakistan, sowie Airports of Thailand, der Betreiber des Bangkok International Airport.

Die andere Art bezeichnen wir als „neue und beschleunigende“ Unternehmen. Diese

Unternehmen sind häufig nicht nur auf ihrem Heimatmarkt dominant, sondern sie expandieren auch außerhalb ihrer Landesgrenzen. Das sind etwa Unternehmen des Süd-Süd-Handels, also Firmen, die auf dem jeweiligen Heimatmarkt extrem erfolgreich waren und mittlerweile ihre Produkte auch in anderen Schwellenländern vertreiben.

Ein gutes Beispiel dafür ist Pax Global Technology. Das Unternehmen stellt Bezahlterminals zu wettbewerbsfähigen Preisen her, die sich für Betriebe und Verbraucher der Schwellenländer gut eignen. Der Sitz der Firma befindet sich in China, jedoch kommt der Großteil des Wachstums mittlerweile aus Brasilien.

Die Kategorie der neuen Unternehmen beinhaltet außerdem die weltweiten Marktführer. Hierbei handelt es sich um solche Unternehmen, die erfolgreiche Dienstleistungen und Produkte anbieten, da sie weltweit zu den Besten auf ihrem Gebiet zählen. Sunny Optical, der Hersteller für optische Linsen, ist ein hervorragendes Beispiel dafür. Das Unternehmen ist globaler Marktführer und produziert hochwertige Sensoren für zahlreiche Einsatzmöglichkeiten, beispielsweise im Bereich der Erkennungs-, Warn- und Sichtsysteme für Autofahrer. Das Unternehmenswachstum wird durch die günstige Regulierungspolitik in den USA gestützt, was die stabile Nachfrage nach Optikprodukten für die Automobilindustrie stärken dürfte. Sunny Optical ist jedoch kein amerikanisches, japanisches oder europäisches Unternehmen. Es ist eine chinesische Firma.

[Sind Sie optimistisch, was den Ausblick für Schwellenländer im Jahr 2016 angeht?](#)

In dieser Phase, in der Anleger Schwellenmärkten eher zurückhaltend gegenüberstehen, sind wir überaus optimistisch. Und zwar nicht, weil China unserer Einschätzung nach eine sanfte Landung erleben wird, oder weil wir in Brasilien in der zweiten Jahreshälfte des nächsten Jahres eine Wirtschaftserholung sehen werden, oder weil die Sanktionen gegen Russland aufgehoben werden.

Wir sind optimistisch aufgrund der vielen hochwertigen Wachstumsunternehmen, die wir in unserem Portfolio halten. Unserer Einschätzung nach verfügen diese Firmen über das Potenzial, Wachstum zu erzielen, selbst wenn aufstrebende Volkswirtschaften sinkende Wachstumsraten aufweisen. Darüber hinaus konnten wir in den vergangenen fünf Jahren bei immer mehr Schwellenländerunternehmen eine Veränderung weg von sehr einfachen Geschäftsmodellen hin zu überaus anspruchsvollen, weltweit führenden Unternehmen beobachten, wie im Fall von Pax Global Technology und Sunny Optical, was uns durchaus zuversichtlich in die Zukunft blicken lässt.

WICHTIGE INFORMATIONEN

Nur für professionelle Anleger/Anlageberater. Das Dokument ist nicht zur Weitergabe an oder zur Orientierung für Privatanleger bestimmt. Dieses Dokument wird von Baring Asset Management Limited genehmigt und veröffentlicht, von der Financial Conduct Authority (britische Finanzdienstleistungsaufsicht) autorisiert und reguliert und in Ländern außerhalb Großbritanniens von dem entsprechenden Tochterunternehmen/verbundenen Unternehmen von Baring Asset Management, dessen/deren Name(n) und Kontaktdaten in diesem Dokument angegeben sind, zur Verfügung gestellt. Die Informationen in diesem Dokument stellen keine Anlage-, Steuer-, Rechts- oder sonstige Beratung oder Empfehlung dar. Dieses Dokument ist kein Angebot für den Erwerb von Anteilen und dient ausschließlich Informationszwecken.

Eine Anlage ist stets mit Risiken verbunden. Der Wert einer Anlage und der erzeugten Erträge kann ebenso fallen wie steigen und wird nicht garantiert. Die Wertentwicklung der Vergangenheit stellt keine Gewähr für die zukünftige Wertentwicklung dar. In den angegebenen Daten zur Wertentwicklung werden keine Provisionen oder Kosten in Verbindung mit der Ausgabe und Rücknahme von Anteilen berücksichtigt. Genannte Renditen werden nicht garantiert. Währungsschwankungen können sich nachteilig auf den Wert, Preis oder Ertrag einer Anlage auswirken. Mit einer Anlage in Schwellen- oder Entwicklungsländern (die direkt oder über Investmentvehikel erfolgt) sind zusätzliche Risiken verbunden. Investitionen in höher rentierliche Anleihen, die von Emittenten mit einer geringeren Bonitätseinstufung ausgegeben werden, können zu einem höheren Ausfallrisiko führen und damit den Ertrag und Vermögenswert beeinträchtigen. Ertragszahlungen können eine teilweise oder vollständige Kapitalrückzahlung darstellen. Erträge können durch den Verzicht auf künftigen Kapitalzuwachs erzielt werden. Wir gehen auf angemessener Grundlage davon aus, dass die hierin aufgeführten Informationen von Dritten, wie in den Quellenangaben vermerkt, zum Zeitpunkt der Veröffentlichung richtig sind. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Meinungen können sich jederzeit ändern. Unternehmen und Mitarbeiter der Baring Asset Management Gruppe können Anteile an den betreffenden Investitionen halten. Dieses Dokument kann interne Richtlinien zur Portfoliozusammenstellung umfassen. Da es sich dabei um Richtlinien handelt, besteht für den Fonds keine Verpflichtung, sich grundsätzlich an diese Beschränkungen zu halten. Diese Richtlinien können sich ohne vorherige Ankündigung ändern und werden lediglich zu Informationszwecken bereitgestellt.

Dieses Dokument kann Aussagen enthalten, die auf unseren aktuellen Ansichten, Erwartungen und Projektionen basieren und sich auf die Zukunft beziehen. Wir gehen keine Verpflichtung ein, die zukunftsorientierten Aussagen zu aktualisieren oder zu berichtigen. Die tatsächlichen Ergebnisse können wesentlich von den erwarteten Ergebnissen der zukunftsorientierten Aussagen abweichen.

Dieses Dokument dient nicht als Grundlage oder Orientierungshilfe für Anlageentscheidungen.

Vor der Anlage in ein bestimmtes Produkt empfehlen wir die Konsultation eines Finanzberaters. Das Key Investor Information Document (KIID) muss erhalten und gelesen werden. Außerdem sollten alle maßgeblichen Dokumente in Bezug auf das Produkt, wie Berichte, Abschlussrechnungen und Prospekte gelesen werden. Vergütungsvereinbarungen gemäß dem britischen Financial Services and Markets Act 2000 stehen für Offshorefonds nicht zur Verfügung.

Version12/SD



Baring Asset Management GmbH
Ulmenstraße 37-39, 60325 Frankfurt
Complied (Frankfurt): 03.12.2015