



Value-Aktien

Inhalte

- Europäische Rezession?
- Risiko
- Qualitätsunternehmen
- Bewertungen
- Fazit

Unsere Value-Equity-Fonds

Fonds	ISIN
Ethical Global Value	LU0362355355
European Small Cap Value	LU0256591552
European Value	LU0264920413
Global Small Cap Value	LU0264925131
Global Value	LU0138501191

Detaillierte Informationen sind in den entsprechenden Fonds-Updates erhältlich.

- sparinvest.eu

Sehr geehrte Anlegerin, sehr geehrter Anleger,

das war ein enttäuschendes Jahr. Wie wir jedoch bereits mehrfach betont haben, geht es beim Value Investing in erster Linie um Konsistenz: also gelassen zu bleiben und immer langfristig zu denken, auch wenn die Welt um einen herum in Pessimismus gefangen ist oder übertriebene Zuversicht herrscht. Im Hinblick auf die Wertentwicklung war 2011 für unseren Fonds und unseren Investmentansatz letztlich ein sehr enttäuschendes Jahr. Wir waren 2011 in einigen Segmenten der Aktienmärkte investiert, die sich im Vergleich zur Benchmark am schlechtesten entwickelt haben. So hielten wir beispielsweise hohe Gewichtungen in Europa, das unter der Staatsschuldenkrise leidet, in konjunktursensitiven Aktien (die eine höhere Volatilität aufweisen und deshalb von einigen Anlegern als vergleichsweise riskant angesehen werden), in Unternehmen mit geringerer Marktkapitalisierung sowie in Titeln mit einem niedrigen Kurs-Buchwert-Verhältnis. Die Schlussfolgerung ist, dass fundamental orientierte Value-Investoren 2011 im Allgemeinen eines der schwierigsten Jahre seit langem erlebt haben. Wir müssen also feststellen, dass wir uns diesmal mit unserem Investmentansatz sehr schwer getan haben.

Unser Anlagestil neigt dazu, sich in einem Marktumfeld, das durch die Stimmungslage dominiert wird, unterdurchschnittlich zu entwickeln. Dies galt bereits für die Phase zwischen Ende 2007 und 2009 und war auch 2011 wieder zu beobachten. Allerdings tendiert unser Anlagestil in der Regel überdurchschnittlich, wenn die Märkte durch die Fundamentaldaten bestimmt werden, wie es etwa 2010 der Fall war. Wir verwenden die Bezeichnung „durch die Stimmungslage dominiert“, um ein Marktumfeld zu beschreiben, in dem die Tendenzen an den Aktienmärkten hauptsächlich durch Angst, Verunsicherung oder Erleichterung (wie im Jahr 2009) ausgelöst werden. Erfreulicherweise gab es in der Vergangenheit aber mehr fundamental bestimmte Jahre

als durch die Stimmungslage dominierte Jahre. Deshalb haben fundamental ausgerichtete Value-Investoren langfristig auch gute Erträge erzielt. Möchte man den Charakter der globalen Finanzmärkte des Jahres 2011 beschreiben, dann fällt einem sofort das Wort „Angst“ ein. Und zwar die Angst vor dem Unbekannten: Was geschieht, wenn der Euro zusammenbricht? Droht uns eine globale Rezession? Und so weiter, und so fort.

Europäische Rezession?

„Wie lange wird es dauern?“ Es entsprach nie unserem Stil zu versuchen, solche Fragen zu beantworten. Sicherlich müssen aber zuerst einmal die Ängste vor dem systemischen Risiko in Europa nachlassen und sich dessen mögliche Auswirkungen auf die Realwirtschaft klarer abzeichnen. Mit Blick auf unsere Portfolios möchten wir jedoch darauf hinweisen, dass sich die Möglichkeit einer tiefen Rezession in den Aktienkursen bereits jetzt größtenteils widerspiegelt. Dies gilt insbesondere für zyklische Titel aus Europa. Und steckt Europa derzeit in einer Rezession? Selbst wenn das der Fall wäre, muss man sich vor Augen halten, dass wir in finanziell solide Unternehmen mit einer langfristig hohen Ertragskraft investieren, die diese Krise überstehen werden. Denn im Gegensatz zu 2009 wird es diesmal keine staatlich finanzierte Erleichterungsrallye geben, so dass die stärkeren Firmen diesmal wirklich ihre Vorteile nutzen und sich angesichts eines nachlassenden Wettbewerbs konsolidieren können. Die Starken werden also noch stärker, die Schwachen noch schwächer aus dieser Krise hervorgehen. Darüber hinaus werden strategisch motivierte Investoren M&A-Chancen nutzen, um so das im Allgemeinen geringere organische Wachstum auszugleichen und sich so für bessere Zeiten zu rüsten. Wir sind allerdings immer noch keine übertriebenen Optimisten, und unser Anlagestil zielt nicht darauf ab, Wendepunkte des Marktes exakt vorherzusagen. Stattdessen konzentrieren wir uns lieber langfristig auf die fundamentalen Qualitäten und das Bewertungsniveau unserer Investments.

Risiko

Ich erinnere mich immer noch an den Tag vor fast zehn Jahren, an dem unser Kollege Thomas einen Besuch von William Sharpe in unserer Sparinvest-Niederlassung in Avedøre, einem kleinen, etwas verschlafenen Vorort von Kopenhagen, organisiert hatte. Für jeden professionellen Volkswirt wäre es großartig, wenn der Nobelpreisträger für Wirtschaftswissenschaften in seinem Büro hinter ihm stehen, ihm über die Schulter schauen und seine Modelle und Tabellen begutachten würde. Allerdings war ich als überzeugter Benjamin Graham-Anhänger und Value-Investor nie ein großer Fan der Markteffizienz-Hypothese

(die besagt, dass Aktien niemals fehlerhaft bewertet sind, weil die Märkte alle relevanten Informationen umgehend berücksichtigen und in den Kursen widerspiegeln) oder etwa des CAPM-Modells. Das von Sharpe entwickelte Capital Asset Pricing Model (Kapitalgutpreismodell) beruht auf der Theorie des Marktgleichgewichts. Beide Modelle gehen von einer positiven Korrelation zwischen Risiko (definiert als Volatilität) und Ertrag aus.

Das Wort „Risiko“ ist in den letzten sechs bis neun Monaten zu einem der meistverwendeten Begriffe geworden, und die Volatilität wird als Kennzahl für das Risiko von Aktien herangezogen. Ein langfristig denkender Value-Investor würde jedoch argumentieren, dass sich der Faktor Risiko nicht mit einer einzigen Kennzahl erfassen lässt, weil dies dem Risikobegriff insgesamt nicht gerecht wird. Meiner Meinung nach weiß jeder Kreditanalyst, dass die Idee einer einzigen „Super-Kennzahl“, die alle relevanten Aspekte berücksichtigt, etwas unrealistisch ist. Auch Benjamin Graham hielt nichts von der Vorstellung, das Risiko mit der Volatilität gleichzusetzen. Dies spiegelte sich auch in seinen Aussagen wider:

„...Dennoch wird der Begriff Risiko oft ausgeweitet und mit einem möglicher Kursverlust in Verbindung gebracht, selbst wenn der Abschwung konjunkturbedingt und nur vorübergehend ist, und selbst dann, wenn es höchst unwahrscheinlich ist, dass der Besitzer zu solchen Zeitpunkten verkaufen muss. Dies gilt für alle Wertpapiere... Wir glauben jedoch dass das, was hier ins Spiel kommt, kein echtes Risiko im wörtlichen Sinn ist... Ferner wird das Risiko, dem ein normales Unternehmen ausgesetzt ist, daran gemessen, ob die Möglichkeit besteht, dass es Verluste macht, und nicht an der Wahrscheinlichkeit, ob der Geschäftsinhaber zum Verkauf seiner Firma gezwungen sein könnte.“¹⁾

„...Deshalb bedeutet die Tatsache, dass ein Kursverlust eintreten könnte, auch nicht, dass der Anleger tatsächlich das Risiko eines Verlustes eingeht. Wenn eine Gruppe sorgfältig ausgesuchter Aktien, über mehrere Jahre hinweg betrachtet, insgesamt einen zufrieden stellenden Gewinn bringt, dann hat sie unter Beweis gestellt, dass sie „sicher“ ist. Während dieser Zeit wird der Börsenwert schwanken, und möglicherweise wird er unter den Preis sinken, den der Käufer bezahlt hat. Wenn diese Tatsache die Anlage „riskant“ macht, dann müsste man sie logischerweise als gleichzeitig und sicher bezeichnen – ein Verwirrspiel. Diese Verwirrung kann vermieden werden, wenn wir den Begriff Risiko nur in folgenden drei Fällen anwenden: (1) wenn ein Wertverlust bei einem Verkauf realisiert wird, (2) wenn eine deutliche Verschlechterung der Situation des Unternehmens eintritt“...¹⁾

1) Benjamin Graham: Intelligent investieren, Finanzbuch Verlag 2005, S. 140

Wir sind nicht naiv. Uns ist durchaus bewusst, dass ein Großteil der Finanzbranche das Risiko inzwischen genauso definiert wie Graham es abgelehnt hat: als das Risiko eines Rückgangs des Marktkurses, oder noch prägnanter gesagt die Volatilität des Marktkurses. Deshalb sehen viele Finanzakteure die Volatilität als das größte Risiko an, das es zu vermeiden gilt, und Rückgänge der Marktkurse werden mit großer Skepsis betrachtet. Wir müssen ferner einräumen, dass viele Investoren in Strukturen arbeiten, die strengen Vorgaben unterliegen, und in denen sie an ihren kurzfristigen Wertentwicklungsergebnissen gemessen werden. Das respektieren wir. Doch Value-Investoren sehen das anders. Wir sind zwar auch nur Menschen, so dass Kursrückgänge auch von uns als nicht angenehm empfunden werden. Aber wir geraten dabei keinesfalls in Panik. Wertschwankungen und vorübergehende Kursrückgänge sind nämlich nichts Neues. Wie Graham bereits schrieb, *„wird der Börsenwert schwanken, und möglicherweise wird er unter den Preis sinken, den der Käufer bezahlt hat.“*¹⁾ Das ist jedoch kein Grund, um sich verängstigt aus einem Investment zurückzuziehen. Wir stellen uns dann eher folgende zwei Fragen. Erstens: Haben sich das Geschäftsmodell, die Marktposition oder der innere Wert eines Unternehmens verschlechtert? Ist dies nicht der Fall, so wäre es ein großer Fehler, vor der Marktvolatilität zu kapitulieren und die Position aufzulösen. Und zweitens: Eröffnen Kursrückgänge am Markt möglicherweise neue, langfristig attraktive Anlagechancen? Wenn ja, sollte ein Value-Investor diese auch nutzen.

Genau diesen Ansatz meinen wir, wenn wir von der Strategie von Sparinvest sprechen, *„in einer kurzfristig orientierten Welt langfristig zu investieren“*. Uns ist bewusst, dass sich ein Großteil der Finanzbranche auf kurzfristige Trends konzentriert und sich um die Marktvolatilität Sorgen macht. Wir richten unseren Blick hingegen fest auf die langfristige Entwicklung und darauf, wie man die Erträge auf lange Sicht optimieren kann. Genau genommen sind wir bestrebt, Wertschwankungen zu nutzen und uns ihnen nicht einfach zu beugen. Dieser Ansatz beim Faktor Risiko und Volatilität bildet die Grundlage des Value Investing. Man lasse sich von den Wertschwankungen am Markt also nicht sein Investmentverhalten diktieren, sondern nutze diese Wertschwankungen langfristig aus.

Qualitätsunternehmen

Value-Investoren sind naturgemäß skeptisch. Sie gehen nicht einfach von einer rosigen wirtschaftlichen Zukunft aus, sondern akzeptieren, dass es auch Abwärtszyklen gibt. Wenn wir von Engagements in „gesunden“ Unternehmen sprechen, meinen wir damit keine Firmen, die nicht auch einmal schlechte Jahre erleben werden. Solche Unternehmen gibt es nämlich nicht. Stattdessen

nehmen wir an, dass alle Firmen auch einmal mit schwierigen Zeiten konfrontiert werden. Wir filtern lediglich jene Unternehmen heraus, die stark genug sind, um solche Phasen gut zu überstehen. Wenn wir den inneren Wert potenzieller Investments ermitteln, betrachten wir deshalb deren Ertragskraft über einen gesamten Zyklus. Mit anderen Worten: Bei unserem anfänglichen Bewertungsprozess berücksichtigen wir die schlechten Jahre bereits ebenso wie die guten.

Wir haben schon viel über die negative Stimmung an den Finanzmärkten und deren aktuellen Fokus geschrieben. Doch wenn wir die zugrunde liegenden Fundamentaldaten betrachten – insbesondere die der Unternehmen – durchlaufen viele Branchen derzeit eine Konsolidierungsphase. In einigen Sektoren mussten Mitbewerber ihr Geschäft bereits aufgeben, was auf lange Sicht aber Chancen eröffnen könnte. Allerdings sind die Geschäftsmodelle sowie der innere Wert eines Großteils unserer Positionen nach wie vor intakt. Und diesen Unternehmen kommt ihre Bilanzstärke momentan sehr zugute.

Bewertungen

Zurzeit werden unsere Portfolios auf einem extrem günstigen Bewertungsniveau gehandelt. Das durchschnittliche Bewertungsniveau der einzelnen Fonds finden Sie in den jeweiligen Fonds-Updates. Ziehen wir jedoch einmal den Sparinvest Global Value als Beispiel heran und bilden aus den einzelnen Engagements ein einziges, fiktives Unternehmen. Diese fiktive Firma würde zu einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von derzeit lediglich 0,77 und einem Verhältnis EV/EBITDA von nur 3,6 gehandelt. Unter denselben Voraussetzungen beträgt das Kurs-Buchwert-Verhältnis des MSCI World-Index aktuell 1,63, während das Verhältnis EV/EBITDA bei 6,3 liegt.

Natürlich sollte man Bewertungskennzahlen stets mit Vorsicht genießen. Denn ein Unternehmen, das einen preiswerten Eindruck macht, kann auch schnell an Glanz verlieren. Die Gewinnprognosen können gesenkt werden – wie es derzeit zu beobachten ist – und auch der Buchwert kann sinken. Bilanzierungsmethoden können zur Folge haben, dass Firmen günstiger erscheinen als sie es in Wirklichkeit sind, indem beispielsweise die Buchwerte oder das Gewinnniveau geschönt werden. Wir berücksichtigen jedoch die Gewinne, die Vermögenswerte, die Cashflows (und alternative Kennzahlen für den Cashflow) sowie die Nachhaltigkeit des Geschäftsmodells. Insgesamt betrachten wir also die langfristig relevanten Voraussetzungen einer Firma und entwickeln erst dann konservative Prognosen.

Dieser disziplinierte Fokus auf den inneren Wert ist ein wirksames Instrument, das sich über die Jahre bei Unternehmensinvestments als äußerst effektive Vorgehensweise bewährt hat. Bei der Suche nach neuen Investmentkandidaten kann man mit dieser Methode

1) Benjamin Graham: Intelligent investieren, Finanzbuch Verlag 2005, S. 140

auch entgegen der allgemeinen Marktauffassung agieren und so von den Verkäufen anderer Akteure profitieren. Bei bereits bestehenden Positionen bestärkt uns diese Strategie darin, nicht aufzugeben und ein perfektes Investment zu veräußern, nur weil der Marktkurs suggeriert, es hätte an Wert bzw. Substanz verloren. Viele zyklische Engagements wurden von den Märkten im Jahr 2008 hart abgestraft, und genau das geschieht derzeit wieder. Wir möchten damit nicht sagen, dass die Konjunkturaussichten hell und rosig sind. Allerdings halten wir den extremen Pessimismus, der an den Aktienmärkten gerade vorherrscht, auch nicht für gerechtfertigt. Doch die aktuelle Situation lässt sich nicht gänzlich mit dem vergleichen, was die Unternehmen Ende 2008 erlebt haben. Seinerzeit hatten die meisten Firmen nach vielen Jahren der Expansion ihre Kapazitätsgrenzen erreicht. Als die Krise dann ausbrach, war der Einbruch so brutal, als sei man in voller Fahrt gegen eine Wand gefahren. Die Einnahmen- und Gewinnsicherheit sank auf ein historisch niedriges Niveau. Ab dem darauf folgenden Jahr haben die meisten Unternehmen dann jedoch die wirtschaftliche Lage als Katalysator für Restrukturierungsmaßnahmen genutzt (und tun dies bis heute): Kosten und Breakevens wurden gesenkt, Lagerbestände wurden abgebaut und Kredite zurückgezahlt. Dadurch aber sind viele Firmen wesentlich stärker aus der Krise hervorgegangen. Inzwischen sind sie deshalb schlanker aufgestellt und agieren vorsichtiger.

Fazit

Offenbar haben die Finanzmärkte versucht, in ihren Kursen nicht nur Defaults von Griechenland und Italien zu berücksichtigen, sondern haben auch eine systemische Krise des europäischen Bankensektors und in der Konsequenz sogar einen Zusammenbruch des Euro einkalkuliert. So waren die Wertentwicklungsdifferenzen zwischen US-amerikanischen und europäischen Aktien im Jahr 2011 beträchtlich. Betrachtet man die KGVs nach

Shiller für Aktien aus den Kernstaaten des Euroraums (Frankreich und Deutschland) und sogar aus Japan, so liegen diese fast auf einem 30-Jahrestief. Im zweiten Halbjahr 2011 wurden die Finanzmärkte aus den oben genannten Gründen durch die Stimmungslage bestimmt, und unsere Wertentwicklung hat in diesem Jahr darunter gelitten. Aber bedeutet dies also das Ende des fundamental orientierten Value Investing? Wir glauben nicht. Wir haben bereits in der Vergangenheit ähnliche Situationen erlebt, und waren schön des Öfteren das „hässliche Entlein“. Doch bei einem Marktumfeld wie dem aktuellen ist es wichtiger denn je, sich auf die Grundlagen zu konzentrieren und sich die simple Idee von Graham und Dodd vor Augen zu halten: Meistens ist ein Anleger besser bedient, wenn er den Aktienkurs ausblendet und seinen Fokus stattdessen auf das Unternehmen selbst sowie dessen Vermögenswerte und langfristige Geschäftstätigkeit richtet. Uns ist aber natürlich bewusst, dass unser Fonds jetzt einiges aufzuholen hat. Wir sind jedoch nach wie vor davon überzeugt, dass ihm aufgrund der Stärke und des langfristigen Potenzials unserer Investments genau dies auch gelingen wird. Darüber hinaus gehen wir davon aus, dass wir irgendwann an einen Punkt kommen werden, an dem der gesunde Menschenverstand wieder in den Vordergrund rücken wird und die Anleger wieder zu der Auffassung gelangen werden, dass es bei Investments darum geht, sich an realen Unternehmen mit realen Vermögenswerten und realen Gewinnen zu beteiligen. Dann werden auch Value-Investoren wieder solide Erträge erzielen.

Mit freundlichen Grüßen

Jens Moestrup Rasmussen

Chief Portfolio Manager

11. Januar 2012

Sparinvest Value-Team



Jens Moestrup Rasmussen
Team Leader/Chief Portfolio Manager



Kasper Billy Jacobsen
Chief Portfolio Manager



Per Kronborg Jensen
Senior Portfolio Manager



Karsten Løngaard
Senior Portfolio Manager



David Orr
Portfolio Manager



Jeroen Bresser
Portfolio Manager



Trine Uggerhøj
Portfolio Manager



Lisbeth Søgaard Nielsen
Portfolio Manager



Morten Rønnow Tandrup
Equity Analyst



Mikael Søgaard
Equity Analyst



Sparinvest hat die Grundsätze für verantwortungsbewusstes Investment (UN PRI) unterzeichnet und ist Mitglied von Eurosif und Dansif.

Die UN PRI basieren auf sechs Grundsätzen für verantwortungsbewusstes Investment, die auf Initiative einer internationalen Anlegergruppe entwickelt und von der UN protegiert wurden. Das Ziel ist, Investoren dabei zu unterstützen, Umwelt-, Sozial- und Corporate Governance bezogene Themen aktiv bei ihren Anlagen zu berücksichtigen.

Der angegebene Fonds ist ein Teilfonds von Sparinvest SICAV, einer offenen Investmentgesellschaft luxemburgischen Rechts. Die Zeichnung von Anteilen muss stets auf Grundlage des aktuellsten Verkaufsprospekts und/oder des vereinfachten Verkaufsprospekts sowie des aktuellen Jahresberichts bzw. Halbjahresberichts, sofern dieser aktueller ist, erfolgen. Der Anleger kann sowohl diese Dokumente, als auch die ursprüngliche und jegliche nachfolgend geänderte Satzung der SICAV jederzeit bei Sparinvest oder bei den berechtigten Vertriebsstellen bzw. Repräsentanten kostenlos anfordern. 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. Sofern nicht anders angegeben, wurden die hier dargestellten Wertentwicklungen Nettoinventarwert zu Nettoinventarwert bei Wiederanlage der Erträge und in Fondswährung ermittelt. Vertretung und Zahlstelle für Anleger in der Schweiz ist: RBC Dexia Investor Services Bank S.A., Esch-sur-Alzette, Zweigniederlassung Zürich, Badenerstrasse 567, Postfach 101, CH-8066 Zürich. Quellen (sofern angegeben): Sparinvest, Morningstar, Standard & Poors, Feri, Telos und Bloomberg zum jeweils angegebenen Datum. Sparinvest behält sich Tippfehler, Berechnungsfehler und andere mögliche Fehler in diesen Unterlagen vor.