



Value-Aktien

Inhalte

- Erholungstendenz am Markt und Fokus auf die Fundamentaldaten
- „Euro-Angst – Kapitel II“
- Bilanzierung
- 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,

Erholungstendenz am Markt und Fokus auf die Fundamentaldaten

In deutlichem Gegensatz zu dem sehr enttäuschenden Jahresende 2011 verzeichneten sowohl unsere Fonds als auch unser Investmentansatz insgesamt im ersten Quartal 2012 eine ausgeprägte Erholungstendenz. Unsere Positionen in europäischen Aktien sowie in Titeln, die vergleichsweise stark durch den Konjunkturzyklus beeinflusst werden, haben sich im ersten Quartal besonders erfreulich entwickelt. Aus diesem Grund erlebten auf die Fundamentaldaten fokussierte Value-Investoren wie wir den besten Jahresbeginn seit langem. Dadurch wurden auch die Wertentwicklungsergebnisse im Vergleich zum letzten Jahr komplett auf den Kopf gestellt: So haben sich Aktien, die auf Basis der klassischen Kennzahlen wie dem Kurs-Buchwert-Verhältnis, dem Kurs-Gewinn-Verhältnis, dem Verhältnis Kurs/Umsätze usw. als „Value-Titel“ eingestuft werden, ausgehend von einem sehr niedrigen Niveau wieder erholt. Man kann also sagen, dass der Value-Ansatz im Jahr 2012 allmählich wieder funktioniert.

Wir halten zurzeit eine recht hohe Gewichtung in zyklischen Branchen wie den Segmenten Industrie oder Konsumgüter. Diese Sektoren haben Ende 2011 – vor allem in Europa – eine schwere Phase durchmachen müssen. Allerdings war uns klar, dass sich die Situation diesmal sehr deutlich von der Krise der Jahre 2008 und 2009 unterschied. Damals war die Nachfrage plötzlich eingebrochen, so dass die Einnahmen der Unternehmen sanken und die Produktion auf einmal beträchtliche Überschusskapazitäten aufwies. Viele Firmen verzeichneten daraufhin einen Gewinneinbruch bis in die roten Zahlen hinein. Im Jahr 2011 war dies jedoch nicht der Fall. Im Gegensatz zu 2008 und 2009 sind die meisten Unternehmen inzwischen nämlich wesentlich schlanker aufgestellt, profitabler und finanziell deutlich stärker. Gleichzeitig werden ihre Produkte auch weiterhin

nachgefragt. Aus diesem Grund handelt es sich bei den derzeit niedrigen Bewertungen von Firmen mit soliden Bilanzen und einer hohen, vom Konjunkturzyklus unabhängigen Ertragskraft unserer Meinung nach um eine klare Überreaktion des Marktes. Der Start in das Jahr 2012 verlief jedoch sehr positiv, und die Kurse zyklischer Aktien zogen jüngst wieder kräftig an. Angesichts des momentan günstigen Bewertungsniveaus unserer Positionen vertreten wir allerdings nach wie vor die Auffassung, dass durchaus noch weiteres beträchtliches Aufwärtspotenzial besteht (siehe unten).

„Euro-Angst – Kapitel II“

Zweifellos sind die Fundamentaldaten zu Beginn dieses Jahres wieder verstärkt in den Fokus gerückt. Diese Entwicklung ist zwar selbstverständlich erfreulich, steckt aber immer noch in den Kinderschuhen. Gleichzeitig sind die Ängste um den Euro nach wie vor sehr präsent. So wurde in den letzten Wochen das „Kapitel II der Euro-Angst“ aufgeschlagen, wobei panikartige Verkäufe zu beobachten waren. Nun richten sich alle Augen auf Spanien. In Europa gibt es also noch viel zu tun. So wird Europa in den nächsten Jahren unter konstantem Druck stehen, seine Haushaltsdefizite zu senken und neue Reformen einzuleiten, die bei der Bevölkerung natürlich sehr unbeliebt sind und demokratisch gewählte Regierungen in eine sehr schwierige Lage bringen werden. In Italien hat dies beispielsweise dazu geführt, dass das Land aktuell von einem nicht vom Volk gewählten Staatschef regiert wird. Europa hat zwar zweifellos Fortschritte gemacht, doch die meisten Menschen werden an dieser Stelle einwenden, dass alles nur sehr langsam vorangeht. Nichtsdestotrotz werden die europäischen Staats- und Regierungschefs Lösungen für die Probleme der Region finden müssen. Deshalb wird Führungsstärke bei einer möglichen Linderung der Ängste um den Euro eine entscheidende Rolle spielen.

Natürlich belastet die Wirtschaftskrise ganz Europa, doch es gibt regional auch deutliche Unterschiede. So stehen die südeuropäischen Staaten derzeit besonders unter Druck, denn hier gilt es, in den nächsten Jahren einige wirklich schwer wiegende Probleme zu lösen. So lässt sich die Angst vor einem systemischen Risiko innerhalb der Region scheinbar nur schwer verdrängen. Betrachtet man jedoch unsere Portfolios, so haben sich die von uns gehaltenen europäischen Aktien im ersten Quartal 2012 sehr gut entwickelt, denn der European Value hat 18% zugelegt und den MSCI Europe-Index damit um mehr als 10% übertroffen. Schon in unseren letzten Informationen für Anleger hatten wir darauf hingewiesen, dass eine ausgeprägte Rezession in den Aktienkursen (vor allem der europäischen Unternehmen) bereits größtenteils berücksichtigt wurde. Unserer Meinung nach gilt dies

immer noch, vor allem nach dem jüngsten Kursrückgang infolge der Besorgnisse um die Lage in Spanien. Deshalb stehen Europa wohl noch weitere schwere Zeiten bevor. Trotzdem muss man bedenken, dass wir in finanziell solide Unternehmen mit einer langfristig hohen Ertragskraft investieren, die letztlich auch wieder bessere Zeiten erleben werden.

Wie von uns bereits mehrfach erläutert wird es im Gegensatz zu 2009 diesmal jedoch keine staatlich finanzierte Erleichterungsrallye geben. Vielmehr werden vergleichsweise erfolgreiche Unternehmen von ihrer Stärke profitieren können und eine Branchenkonsolidierung anstreben, indem sie Konkurrenten aus dem Wettbewerb verdrängen. Relativ starke Firmen werden also noch stärker werden, wohingegen schwächere Unternehmen noch schwächer werden. Strategisch agierende Käufer werden nach M&A-Anlagechancen Ausschau halten, um so ein niedrigeres organisches Wachstum zu kompensieren und sich gleichzeitig für bessere Zeiten zu rüsten. Wir gehören aber immer noch nicht zu den übertriebenen Optimisten, und bei unserem Anlagestil geht es auch nicht darum, Wendepunkte am Markt vorherzusagen. Stattdessen konzentrieren wir uns lieber auf die langfristigen, fundamentalen Qualitäten sowie das Bewertungsniveau unserer Investments.

Bilanzierung

In der Vergangenheit haben wir bereits häufig über die Bedeutung von erfolgreichen Geschäftsmodellen und die Wichtigkeit des Faktors Bilanzstärke berichtet. Dabei sind wir auch auf die potenziellen Auswirkungen von Änderungen der Bilanzierungsrichtlinien im Hinblick auf den Wert von Unternehmen eingegangen. Unsere tägliche Aufgabe besteht darin, den „inneren Wert“ von Firmen zu ermitteln. Zu einer solchen Analyse gehört auch eine vollständige Überprüfung der Finanzberichte eines Unternehmens einschließlich seiner Bilanz, seiner Gewinn- und Verlustrechnung sowie seiner Kapitalflussrechnung. In einem Jahresbericht gibt es diverse Aspekte, auf die wir im Rahmen unserer sorgfältigen Analyse immer ganz genau achten. Dazu zählt auch die Bilanzierung der Leistungen an die Arbeitnehmer, die unter anderem Gehälter, Bonuszahlungen und Rentenleistungen umfassen.

Für kurzfristig agierende Investoren sind die Rentenleistungen zwar möglicherweise nicht relevant, doch obwohl es sich dabei um langfristige Verbindlichkeiten handelt, können Rentenleistungen auf ein Unternehmen auch sehr unmittelbare Auswirkungen haben. Deshalb berücksichtigen wir diesen Aspekt immer ebenso wie alle anderen Investmentrisiken.

Zwar haben sich viele Analysten bisher meist nicht um diesen Faktor gekümmert, doch offenbar schenken auch sie der Bilanzierung von Rentenleistungen mittlerweile mehr Aufmerksamkeit. Aber warum ist das so? Weil eine Veränderung bei den Bilanzierungsstandards dazu führen kann, dass Rentenleistungen für Unternehmen und deren Investoren zu einem konkreten Einflussfaktor werden.

Die Bilanzierung von Rentenleistungen ist sehr komplex und stellt ein Unternehmen vor einige Herausforderungen, die im Laufe der letzten Jahre immer wieder diskutiert wurden. So wurde im Jahr 2011 der internationale Bilanzierungsstandard für Rentenleistungen (IAS19), dem europäische Firmen unterliegen, korrigiert. Diese Änderungen reichen von grundlegenden Modifikationen wie der Abschaffung des umstrittenen „Korridor-Mechanismus“ und des Konzepts der erwarteten Erträge auf Pensionsrückstellungen bis hin zu simplen Erläuterungen und Umformulierungen.

Wir möchten Ihnen die Einzelheiten ersparen und uns stattdessen auf den „Korridor-Mechanismus“ konzentrieren. Dabei möchten wir aufzeigen, weshalb dieser Aspekt derzeit so im Fokus des Interesses steht. Dieser Mechanismus beruht auf dem Prinzip der versicherungsmathematischen Gewinne und Verluste. Dabei handelt es sich um die Differenz zwischen den erwarteten und den tatsächlichen Ergebnissen, die sich aus Gehaltssteigerungen, Dauer der Firmenzugehörigkeit, Rentabilität und dem Abzinsungsfaktor auf Versorgungsansprüche im Rahmen der betrieblichen Altersvorsorge eines Unternehmens ergeben. Bisher haben Firmen, welche die IFRS-Bilanzierungsstandards anwenden, die Möglichkeit, die Auswirkungen der so genannten versicherungsmathematischen Gewinne und Verluste sehr lange zurückzustellen. Aus diesem Grund waren die Pensionspläne vieler Unternehmen irgendwann massiv unterfinanziert, was aus den Finanzberichten (abgesehen eines kleinen Absatzes im Anhang) aber nicht hervorging. Das ändert sich jedoch nun. Für Jahresberichte, die für Zeiträume ab dem 1. Januar 2013 erstellt werden, gelten die bisherigen Rückstellungsmechanismen nicht mehr. Ab diesem Zeitpunkt müssen versicherungsmathematische Gewinne und Verluste uneingeschränkt ausgewiesen werden. Somit werden Überschüsse und Defizite von Pensionsplänen in der Bilanz vollständig berücksichtigt.

Diese Veränderung wird aber immense Folgen haben. Beeinflusst wird beispielsweise der Schuldenstand, so dass Firmen, die zuvor noch einen soliden Eindruck gemacht haben, dadurch geschwächt werden. Einige Unternehmen werden darüber hinaus Probleme mit ihren Kreditklauseln bekommen, während andere als letztem Mittel zu Kapitalerhöhungen greifen werden.

Aus der Perspektive von fundamental orientierten Investoren wie uns hat diese Veränderung jedoch eigentlich keine wirklichen Auswirkungen auf den inneren Wert eines Unternehmens. Kurzfristig agierenden Anlegern könnte sie aber durchaus einige Probleme bereiten, während sie für die geduldigeren Investoren zusätzliche Erträge bedeuten könnte. Natürlich hängt das aber davon ab, ob die Märkte in Zukunft tatsächlich wieder rationaler reagieren und verstärkt auf die Fundamentaldaten achten werden.

Bewertungen

Zurzeit werden unsere Portfolios auf einem extrem günstigen Bewertungsniveau gehandelt. Ziehen wir 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 0,89 und einem Verhältnis EV/EBITDA von nur 4,5 gehandelt. Unter denselben Voraussetzungen beträgt das Kurs-Buchwert-Verhältnis des MSCI World-Index aktuell 1,81, während das Verhältnis EV/EBITDA bei 7,5 liegt.

Fazit

Im ersten Quartal 2012 wurden die Finanzmärkte wieder stärker durch die Fundamentaldaten bestimmt. Diese Entwicklung kommt unserem Anlagestil zwar entgegen, aber die allgemeine Markttendenz ist nach wie vor sehr instabil. Deshalb können Rückschläge bei der Lösung der Euro-Schuldenkrise (wie zuletzt in Spanien) jederzeit dazu führen, dass die Märkte erneut durch eine schnell wechselnde Stimmungslage beherrscht werden.

Aus dem oben angeführten Grund haben sich unsere Fonds im ersten Quartal 2012 erfreulich entwickelt. Fundamental orientiertes Value Investing ist also keineswegs tot. Wie bereits erläutert, sind die Marktteilnehmer allerdings immer noch verunsichert. In Zeiten wie diesen ist es nach wie vor sehr wichtig, sich auf das Wesentliche zu konzentrieren und sich vor Augen zu führen, dass man dem Marktrisiko ausgesetzt ist, sobald man einmal in Aktien investiert hat. Das Risiko, das mit dem Kauf einer einzelnen Aktie einhergeht, kann jedoch durch sorgfältiges Research minimiert werden. Aus diesem Grund halten wir wie gewohnt an unserer Anlagephilosophie sowie unserem Investmentprozess fest und suchen nach finanzstarken Unternehmen mit soliden Bilanzen. Dabei gehen wir stets von vorsichtigen Einschätzungen aus. So betrachten wir nicht nur die Gewinne des letzten Quartals oder des letzten Jahres, sondern die Gewinne über einen gesamten Unternehmenszyklus hinweg. Auf dieser Grundlage schätzen wir dann konservativ den

inneren Wert eines Unternehmens – also den Wert für die gesamte Firma im Falle einer Fusion oder einer Übernahme. Falls der Marktwert dann deutlich unter diesem ermittelten inneren Wert liegt, investieren wir in das Unternehmen.

Die Wertentwicklungsunterschiede, die 2011 zwischen US-amerikanischen und europäischen Aktien bestanden haben, bestehen auch 2012 noch. Betrachtet man die Kurs-Gewinn-Verhältnisse der im Shiller-Index vertretenen Unternehmen, so werden Aktien aus den Kernstaaten des Euroraums (Frankreich und Japan) und sogar japanische Titel sowohl im historischen Vergleich als auch insbesondere gegenüber US-Aktien immer noch auf einem sehr niedrigen Niveau gehandelt.

Wir sind von der Stärke und dem langfristigen Potenzial unserer Investments nach wie vor überzeugt. Gleichzeitig sind wir zuversichtlich, dass diese Unternehmen aufgrund ihrer Bilanzstärke und ihrer robusten Geschäftsmodelle zukünftig über Wettbewerbsvorteile verfügen werden.

Mit freundlichen Grüßen

Jens Moestrup Rasmussen
Chief Portfolio Manager
16. April 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
Senior 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.