

Q2 | 12 – Ausführliche Version auf sparinvest.eu
(auf englisch)



Value-Aktien

Sehr geehrte Anlegerin, sehr geehrter Anleger,

Die globalen Aktienmärkte aus der Perspektive eines Value-Investors – Die Angst kehrt zurück

Nach einem rasanten Start in das Börsenjahr werden die Aktienmärkte inzwischen wieder von Angst dominiert. In den letzten 18 Monaten hatten wir es mit einem Erdbeben in Japan und einer Schuldenkrise in Europa zu tun. In dieser Zeit hatten volkswirtschaftliche Besorgnisse meistens zur Folge, dass die Anleger Unternehmen kaum noch auf Basis ihrer individuellen Qualität beurteilten. Zu Beginn dieses Jahres richtete sich der Fokus zunächst zwar wieder auf den Faktor Qualität, schwächte sich dann aber wieder ab. Die Ursache dafür war die Befürchtung, dass Spanien dasselbe Schicksal ereilen könnte wie Griechenland. Dadurch gerieten die Märkte Ende des ersten Quartals unter einen Druck, der sich im zweiten Quartal sogar noch intensiverte.

Das Umfeld war für einen hoch qualitativen Value-Fonds, der auf dem Bottom Up-Ansatz beruht und eine vergleichsweise hohe Gewichtung in Europa und Japan hält, also nicht gerade günstig. Doch genau solche Phasen sind auch der Grund dafür, weshalb beim Value-Investing unbedingt Geduld vonnöten ist. Wissenschaftliche Studien belegen nämlich, dass sich Value-Titel auf längere Sicht beharrlich überdurchschnittlich entwickeln. Und sobald sich die Märkte wieder auf die Fundamentaldaten konzentrieren, können die entsprechenden Papiere auch wieder sehr schnell zulegen.

Die nachfolgende Matrix zeigt die Erträge globaler Aktien zwischen 1990 und 2012. Dieser Beobachtungszeitraum umfasst auch zwei Phasen, in denen Value-Titel deutlich unterdurchschnittlich tendierten: die Technologieblase sowie das Jahr 2011. Nichtsdestotrotz sind die höchsten Erträge in dieser Grafik ganz oben rechts zu finden – also bei Aktien mit geringer Marktkapitalisierung und bei Value-Titeln.

Globale Märkte, Juni 1990 bis März 2012

		Small Caps					
		6.2%	9.0%	11.7%	13.5%	20.6%	
		1.4%	6.0%	7.9%	9.5%	11.2%	
Wachstum		3.0%	5.3%	8.1%	8.9%	10.1%	Value
		5.0%	7.0%	8.2%	8.8%	9.5%	
		5.1%	7.8%	8.6%	8.7%	9.0%	
		Large Caps					

Quelle: K. French Data Library, Erträge in USD

Risiko = Volatilität – eine fragwürdige Gleichung

Für viele Akteure der Finanzbranche ist die Volatilität mittlerweile die wichtigste Kennzahl für die Ermittlung des Risikos. Diesem Ansatz widerspricht Sparinvest grundsätzlich. Denn schon vor langer Zeit erläuterte Benjamin Graham, dass es unlogisch ist, ein Investment deshalb als riskanter einzustufen, nur weil der Aktienkurs gerade gesunken ist, sich der Wert des entsprechenden Unternehmens aber gleichzeitig nicht verändert hat. In Phasen eines Wirtschaftswachstums steigen die Aktienkurse üblicherweise stetig an, während die Volatilität parallel dazu nachlässt. Theoretisch sinkt damit aber auch das „Risiko“, so dass mehr Geld in Aktien geschleust wird, obwohl diese eigentlich teurer geworden sind. Letztlich ist das unhaltbar, und sobald einige Firmen nur minimal hinter den Erwartungen der Anleger zurückbleiben, kommt es zu einer ausgeprägten Verkaufswelle. Durch die daraus resultierenden Kursverluste wird die Volatilität nach oben getrieben und es entsteht ein Teufelskreis:

Das Risiko (also die Volatilität) ist jetzt höher, so dass noch mehr Aktien verkauft werden. Das Ganze endet in Bewertungszyklen, die wesentlich schwankungsintensiver sind als die zugrunde liegenden allgemeinen Trends. Gleichzeitig gibt es aber auch eine Tendenz, zu kaufen, wenn die Kurse hoch sind, und zu verkaufen, wenn sie gerade niedrig sind.

Wir fragen uns manchmal, warum die Öffentlichkeit eigentlich nicht vehementer auf eine aufsichtsrechtliche Struktur reagiert, im Rahmen derer Pensionsfonds häufig sogar gezwungen sind, gegen das intuitive Grundprinzip „zum niedrigen Kurs kaufen, zum hohen Kurs verkaufen“ zu verstoßen. Wir als Value-Investoren sind in dieser Hinsicht vielleicht ein wenig altmodisch, bleiben aber von dem Ansatz, gute Vermögenswerte zum niedrigen Preis zu erwerben, überzeugt. Wenn wir damit von der aktuellen Volatilität profitieren können, werden wir es auch tun.

Fehlbewertungen eröffnen Anlagechancen

Wenn volkswirtschaftliche Probleme das Tagesgeschehen bestimmen, wird Ängsten möglicherweise mehr Bedeutung zugemessen als Fundamentaldaten. In solchen Phasen machen die Märkte zwischen einzelnen Aktien dann auch kaum noch Unterschiede. Dieser Effekt tritt auch bei einem Blick auf die Korrelation zutage: Dazu nimmt man die Aktienkurse der einzelnen Titel, aus denen sich ein Index zusammensetzt, und berechnet die Korrelation der Kurse im Verhältnis zu den Preisschwankungen des Index insgesamt. Je niedriger die Korrelation, desto kritischer unterscheiden die Anleger zwischen einzelnen Papieren. Je höher hingegen die Korrelation, desto eher werden viele unterschiedliche Titel sozusagen in einen Topf geworfen. Betrachtet man beispielsweise den S&P 500-Index, so liegt die durchschnittliche Korrelation auf lange Sicht bei etwa 25%. Eine Korrelation von über 50% könnte man vielleicht als hoch ansehen, doch in den letzten Jahren kletterte sie zwischenzeitlich wesentlich höher – auf 70% bis 80%. Diese Tendenz war etwa zwischen Oktober 2008 und Februar 2009 (auf dem Höhepunkt der Finanzkrise), zwischen März und April 2011 (nach dem Erdbeben in Japan) sowie zwischen September und Dezember 2011 (aufgrund der Staatsschuldenkrise im Euroraum) zu beobachten.

In solchen Fällen ist die Entwicklung der Aktienkurse insbesondere davon abhängig, welchem Index, Land oder Sektor ein Wertpapier zugerechnet wird. So wurden beispielsweise japanische Aktien unmittelbar nach dem Erdbeben aggressiv und wahllos abverkauft, und zwar unabhängig von den tatsächlichen Folgen für die einzelnen Unternehmen. Ebenso lösten die zunehmenden Besorgnisse um die Schuldenkrise in Europa im Herbst 2011 sowie auch im zweiten Quartal 2012 ein Phänomen aus, bei dem es bei einer Firma bereits genügte, eine Niederlassung oder ihren Hauptsitz in Europa zu haben,

um heftige Kursverluste zu erleiden. Dabei zählte nicht mehr, ob das entsprechende Unternehmen in Wirklichkeit auf multinationaler Ebene agierte und seine Vermögenswerte ebenso weltweit gestreut hatte wie seine Gewinnquellen. Unter solchen Bedingungen werden einzelne Aktien nämlich irrational bewertet. Nehmen wir beispielsweise Renault: Was auch immer Sie vom Europa-Geschäft dieses Automobilkonzerns halten – Renault wird derzeit zu einem Aktienkurs von 32 EUR gehandelt. Allerdings erwerben Sie mit jeder Renault-Aktie auch eine Beteiligung an Nissan im Wert von 50 EUR.

In Europa bieten sich eindeutig Value-Anlagechancen

Trotz der Krise im Euroraum und der Tatsache, dass es in Europa unbedingt mehr Zusammenarbeit und Integration bedarf, müssen wir feststellen, dass es sich bei Europa nicht um eine homogene Region handelt. Grundsätzlich gibt es eine konjunkturelle Kluft zwischen den weltweit stärker vernetzten nordeuropäischen Volkswirtschaften einerseits und den eher lokal ausgerichteten südeuropäischen Staaten andererseits. Eine ähnliche Diskrepanz besteht auch im Hinblick auf die Finanzlage, denn Unternehmen aus dem Privatsektor in Nordeuropa haben noch nie in gleichem Maße Kredite aufgenommen wie ihre südeuropäischen Pendanten. Diese Unterschiede auf Länderebene und insbesondere zwischen einzelnen Firmen sind jedoch entscheidend, um Value-Anlagechancen zu identifizieren. Aus diesem Grund sind wir für unsere europäischen Portfoliopositionen nach wie vor zuversichtlich. Die in unseren Portfolios vertretenen Unternehmen sind breit diversifiziert und generieren etwa 50% ihrer Gewinne außerhalb Europas. (Außerdem sind wir mit lediglich 3% der Anlagegelder in Südeuropa engagiert, und dabei handelt es sich ebenfalls um vergleichsweise global ausgerichtete Firmen.)

Es lässt sich kein eindeutiger Zeitpunkt bestimmen, an dem man sagen könnte, genau jetzt sei die Euro-Krise überstanden. Wir wissen einfach noch nicht, ob die Erholungstendenz der europäischen Wirtschaft in nächster Zeit zum Stillstand kommen oder aber sich noch beschleunigen wird. Was wir allerdings wissen, ist, dass die operativen Ergebnisse europäischer Unternehmen insgesamt (und insbesondere die der von uns gehaltenen Firmen) zuletzt wesentlich besser ausgefallen sind als all die furchtbaren Schlagzeilen eigentlich hätten vermuten lassen. Nach der Krise der Jahre 2008 und 2009 sind die Kostenstrukturen nämlich sorgfältig überprüft und massiv reduziert worden, so dass die Unternehmen inzwischen widerstandsfähiger geworden sind. Zudem verfügen die europäischen Staaten auf mittlere Sicht zweifellos nicht über die finanzielle Schlagkraft, um den Privatsektor mit Liquidität zu überschwemmen. Aus diesem Grund sollte die finanzielle Unabhängigkeit einzelner Firmen als Differenzierungsfaktor an Bedeutung gewinnen. In den

nächsten Jahren wird es also vermutlich auf den Faktor Bilanzstärke ankommen.

Wofür sind die Aktienmärkte eigentlich gut?

Unser Investmentprozess basiert darauf, wie der Markt die Qualität eines bestimmten Unternehmens in seinen Kursen bewertet. Deshalb kann die Wertentwicklung in Phasen, in denen die Korrelation der Aktienkurse im Vergleich zur Tendenz des entsprechenden Index hoch ist, kurzfristig belastet werden. In solchen Phasen ignorieren die Märkte die Unterschiede zwischen einzelnen Firmen schlichtweg, so dass sich irrationale Bewertungen ergeben können.

Wir sollten uns allerdings vor Augen halten, dass Unternehmen ihre Aktien nicht an Börsen notieren lassen, nur um dadurch in einen Index aufgenommen zu werden (oder gar wegen dem Spaß an Börsengang-Partys). Vielmehr möchten sie dadurch Geld aufnehmen, um ihren Finanzierungsbedarf zu decken. Auf lange Sicht braucht der Privatsektor deshalb einen Aktienmarkt, der rational zwischen einzelnen Firmen unterscheiden kann, so dass jedes Unternehmen mit seinen Aktien genau den Betrag einsammeln kann, der die zugrunde liegende Wirtschaftskraft der entsprechenden Firma auch angemessen widerspiegelt. Aus diesem Grund sind wir davon überzeugt, dass eine Abkopplung der Aktienkurse von den Fundamentaldaten der Unternehmen langfristig nicht toleriert werden wird. Deshalb werden Fehlbewertungen letztlich entweder im täglichen Handel oder aber durch Mechanismen wie Unternehmensübernahmen und -fusionen oder Aktienrückkäufe korrigiert werden. Wir möchten uns nicht darauf festlegen, wann genau eine solche Entwicklung einsetzen wird. Die Vergangenheit hat jedoch gezeigt, dass sie irgendwann auf jeden Fall einsetzen wird.

Hoch qualitative und attraktiv bewertete Value-Portfolios, die langfristig Gewinne erzielen können

Auf ihrem aktuellen Kursniveau berücksichtigen die Aktienmärkte einige sehr negative Szenarios. Tatsächlich sind die Unternehmen inzwischen aber in einem wesentlich besseren Zustand als noch beim Ausbruch der Finanzkrise vor vier Jahren. So sind Aktien momentan günstig bewertet, und im Vergleich zum breiten Markt erscheinen unsere Portfolios sogar noch preiswerter. Wir sind von der finanziellen Stabilität der in unseren Portfolios vertretenen Firmen überzeugt.

Wir werden zwar nicht versuchen, einen exakten Zeitpunkt vorherzusagen, aber wir wissen, dass sich der Markt schnell auch wieder auf den wahren Wert von Unternehmen fokussieren kann. Bis dahin werden wir unsere Engagements aufmerksam überwachen und dabei auf bedeutsame Entwicklungen oder aber

Veränderungen des inneren Wertes achten. Gleichzeitig werden wir an den Märkten nach den langfristig viel versprechendsten Anlagechancen Ausschau halten. Wir bleiben bei unserer Überzeugung, dass unsere Portfolios beträchtliche Abschläge auf den inneren Wert der entsprechenden Firmen aufweisen und dies langfristig sehr gute Wertentwicklung zur Folge haben wird.

Mit freundlichen Grüßen

Jens Moestrup Rasmussen

Chief Portfolio Manager

9. Juli 2012

Unsere Value-Equity-Fonds

Fonds	ISIN
Emerging Markets Value	LU0760183672
Ethical Emerging Markets Value	LU0760183912
Ethical Global Value EUR R	LU0362355355
European Small Cap Value EUR R	LU0256591552
European Value EUR R	LU0264920413
Global Small Cap Value EUR R	LU0264925131
Global Value EUR R	LU0138501191

Detaillierte Informationen finden Sie auf unserer Internetseite.



Sparinvest Value-Team

Obere Reihe, v.l.n.r.:

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, v.l.n.r.:

Mikael Søgaard
Equity Analyst

Karsten Løngaard
Senior Portfolio Manager

Jens Moestrup Rasmussen
Team Leader/Chief Portfolio Manager

Trine Uggerhøj
Portfolio Manager

Kasper Billy Jacobsen
Chief Portfolio Manager

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 projektiert wurden. Das Ziel ist, Investoren dabei zu unterstützen, Umwelt-, Sozial- und Corporate Governance bezogene Themen aktiv bei ihren Anlagen zu berücksichtigen.

Signatory of:



Angegebene Fonds sind 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.