

Q3 | 12 – Ausführliche Version auf sparinvest.eu
(auf englisch)



Value-Aktien

Sehr geehrte Anlegerin, sehr geehrter Anleger,

vielleicht zeigt uns der Ausgang des jüngsten „Ryder Cup“-Golfturniers, dass wir die Hoffnung noch nicht aufgeben sollten, dass es Europa letztlich gelingen wird, doch noch die Trendwende zu schaffen. Das Vertrauen in Europa hat sich zuletzt wieder etwas verbessert, zumal auch die Politik inzwischen offenbar wieder mehr Engagement zeigt. So beabsichtigt man, in den Not leidenden Staaten Südeuropas umfassende Wirtschaftsreformen umzusetzen, um so vor allem die langfristige Wettbewerbsfähigkeit dieser Volkswirtschaften wiederherzustellen und das Wachstum anzukurbeln. Ermutigt werden wir dabei durch den Umstand, dass die Politiker diese harten, aber notwendigen Maßnahmen ergreifen, obwohl sie sich damit kurzfristig durchaus unbeliebt machen. Um die aktuelle Krise endgültig zu bewältigen, ist es jedoch entscheidend, dass Pläne eingehalten und Zielvorgaben erreicht werden. Dies aber wird die europäischen Wachstumsaussichten in den nächsten Jahren zweifellos trüben.

Hilfe von den Notenbanken

Die Notenbanken weltweit tun ebenfalls das ihre, um die Lage zu entspannen, das Wachstum anzuregen und das Vertrauen zu stärken. So pumpt die US-Notenbank beispielsweise jeden Monat 40 Mrd. USD in die Wirtschaft. Derweil hat die Europäische Zentralbank zugesagt, „alles Notwendige“ zu unternehmen, um die Not leidenden Euro-Staaten zu unterstützen, während die Bank of Japan gleichzeitig Maßnahmen zur Abwertung des JPY eingeleitet hat, die dem japanischen Exportsektor zugute kommen.

Alle diese Ereignisse wurden von den Aktienmärkten positiv aufgenommen. Auch unsere Fonds legten vor allem im letzten Monat dieses Quartals zu. Es freut uns, dass sich unsere Value-Strategien auch dann gut entwickeln, wenn die allgemeine Angst die Märkte aus ihrer Umklammerung entlässt – wenn auch nur zögerlich. Nichtsdestotrotz bleibt Unsicherheit ein Faktor, mit dem man immer rechnen muss.

Ist fundamentales Value Investing – wieder einmal – tot?

Die letzten fünf Jahre waren für Value-Investoren eine sehr schwierige Phase. Beunruhigende Schlagzeilen zogen anstelle des wahren Wertes und des Zustands der realen Unternehmen die Aufmerksamkeit der Anleger auf sich. Das erinnert mich an meine Anfangszeit als Value-Investor vor 15 Jahren. Seinerzeit befanden wir uns mitten in der „Dot-Com“-Blase. Das Ganze nannte man dann „New Economy“, weil die meisten altbewährten ökonomischen Weisheiten als mehr oder weniger nutzlos abgetan wurden. Ende der 1990er Jahre wurde das Value Investing dann endgültig für tot erklärt, wie es bereits in den 1970er und 1980er Jahren der Fall gewesen war – eine Geschichte, die sich derzeit wiederholt.

In Phasen, in denen die Kurse durch eine Art „Herdentrieb“ bestimmt werden, werden stets auch jene schwerwiegenden Fehler begangen, von denen das Value Investing auf lange Sicht profitiert. Das aktuelle Marktumfeld, das durch Angst und Unsicherheit geprägt ist, hat zu einer extrem hohen Nachfrage nach vermeintlich „sicheren Häfen“ geführt. Dies aber hat eine Blase bei US-Staatsanleihen, Wachstumswerten und Firmen mit stabilen Gewinnen (so genannten „Qualitätsaktien“) hervorgerufen. Da die Anleger zurzeit in genau diese Titel drängen, steigen die Kurse dieser Aktien auch an. Gleichzeitig werden „unbeliebte“ Value-Titel auch weiterhin ignoriert, weil lediglich eine Handvoll professioneller Investoren um die Stärke der zugrunde liegenden Firmen weiß oder sogar bewusst danach Ausschau hält. Diese mangelnde Nachfrage hat aber auch zur Folge, dass sich die Kurse eben dieser Aktien kaum verändern.

Nichtsdestotrotz (und das ist entscheidend) haben Value-Titel nach den wenigen Phasen, in denen sie bisher überhaupt unterdurchschnittlich tendierten, auch stets wieder hohe relative Erträge vorgelegt, sobald sich das Marktumfeld wieder verbessert hatte. Aus diesem Grund sollte man allmählich von einer Trendwende ausgehen, aus welcher der Anlagestil Value dann wieder als die

lukrativere Anlagestrategie hervorgehen wird. Doch auf Dauer entwickeln sich preiswerte Aktien immer noch besser als teure Titel. Deshalb wäre es also vielleicht etwas übertrieben, erneut die Totenglocke für Value Investing zu läuten.

Obwohl Value-Titel zuletzt insgesamt unterdurchschnittlich tendierten, setzen sich unsere Portfolios nach wie vor aus guten Investments zusammen. Nachfolgend möchte ich Ihnen gerne zwei davon vorstellen.

1. Beispiel für einen Value-Titel: Eine Bank, die sich während der Finanzkrise gut entwickelt

Die Banque Cantonale Vaudoise (BCV) mit Sitz in Lausanne ist eine der größten Banken im schweizerischen Kanton Vaud, die die gesamte Palette von Bankprodukten – von Sparkonten über Hypotheken bis hin zu Vermögensverwaltungsprodukten – anbietet.

Wir haben im Januar 2006 (als europäische Banken gerade absolut unbeliebt waren und von der Anlegergemeinde sogar ängstlich gemieden wurden) in die BCV investiert. Zwar wurde auch die BCV durch die Finanzkrise in Mitleidenschaft gezogen, doch bei deren Ausbruch hatte sie bereits wesentlich höhere Liquiditätsreserven zurückgelegt als es die dortigen Aufsichtsbehörden seinerzeit von Banken überhaupt verlangten. Darüber hinaus hatte die BCV immer sehr sorgfältig geprüft, wem sie Geld leiht. Deshalb wurden die meisten vergebenen Kredite auch wieder vollständig zurückgezahlt. Aus diesem Grund blieb die Ertragskraft der BCV in einer der für die meisten Banken schwierigen Phase robust.

Als wir die Aktie der BCV erworben haben, wurde der Wert der beträchtlichen Liquiditätsreserven dieses Instituts vom Markt ebenso unterschätzt wie dessen Gewinnpotenzial. Wir aber sahen darin eine Chance, eine Qualitätaktie zu einem günstigen Preis zu erwerben. Im Jahr 2012 haben wir diese Position dann bei einem Kurs von etwa 500 CHF wieder aufgelöst. Darüber hinaus erhielten wir während der Haltedauer Dividenden in Höhe von insgesamt 183 CHF. Somit haben wir mit diesem Investment in EUR gerechnet einen Gesamtertrag von 140% erzielt. Im selben Zeitraum haben europäische Finanzwerte insgesamt hingegen 50% an Wert eingebüßt.

2. Beispiel für einen Value-Titel: Ein japanischer Lebensmittelproduzent, der von seinem eigenen Management übernommen wird

Das japanische Unternehmen Sonton Food stellt Erdnussbutter her und produziert darüber hinaus diverse Marmeladen und Gebäckfüllungen. Wir haben erstmals im Dezember 2006 in diese Aktie investiert. Damals wurde die Firma zu einem Kurs gehandelt, der im Vergleich

zu dem von uns ermittelten Wert ihrer Vermögenswerte niedrig war. Gleichzeitig hielt Sonton Food eine hohe Netto-Liquiditätsreserve. Kurz nach unserer ersten Investition gerieten die Gewinne des Unternehmens jedoch unter Druck, weil die Rohstoffpreise anstiegen. Daraufhin sank der Kurs dieser Aktie um 45%. Im Jahr 2010 erholten sich die Gewinne dann aber wieder und kletterten um 150% auf ein 5-Jahreshoch nach oben. Das Unternehmen hatte zuvor seine Kosten gesenkt und seine Energieeffizienz verbessert. Außerdem waren auch die Rohstoffkosten wieder zurückgegangen. Die darauf folgenden Jahre ähnelten einer Achterbahnfahrt. Uns war jedoch klar, dass das Management dieses Unternehmens sehr effizient auf Veränderungen reagiert. Deshalb waren wir auch zuversichtlich, dass dieser Titel langfristig gute Erträge abwerfen würde. Im August 2012 wurden wir dann aber positiv überrascht, als Sonton Food die Übernahme durch sein eigenes Management (einen so genannten MBO) bekannt gab. Daraufhin stieg der Aktienkurs um 46% an. Insgesamt haben wir mit diesem Investment (einschließlich Dividenden) einen Ertrag von 52% erzielt (was einer Rendite von 7,7% p.a. entspricht). Gleichzeitig betrug der Gesamtertrag des MSCI World-Index lediglich 9,3% (1,6% p.a.).

Der MBO von Sonton Food war für den Erfolg unseres Investments von entscheidender Bedeutung. Darüber hinaus könnte dieses Ereignis unserer Meinung nach aber auch der Beginn eines neuen Trends unter kleineren japanischen Unternehmen sein.

Übernahmeaktivitäten in Europa sind zum Stillstand gekommen

Wenn Unternehmen wieder beginnen, mit anderen Firmen zu fusionieren oder diese zu kaufen, dann sind das gute Nachrichten für Value-Anleger. Denn dann stellt sich heraus, was die Unternehmen ungeachtet der Panik oder der Euphorie, die die Schlagzeilen verbreiten, wirklich wert sind. Dies führt dazu, dass das Bewertungsniveau von Firmen, die bisher zu preiswert gehandelt wurden, nach oben korrigiert wird. Allerdings sind die Aktivitäten in diesem Bereich weltweit momentan so dünn wie seit 2008 nicht mehr. Dies gilt insbesondere für Europa, wo die Zahl der Unternehmenstransaktionen kürzlich auf ihren niedrigsten Stand seit vielen Jahren zurückgegangen ist. Die Probleme an den Finanzmärkten haben nämlich dazu geführt, dass sich sogar vergleichsweise starke Firmen derzeit eher zurückhalten. Wir gehen jedoch davon aus, dass sich dieser Trend demnächst umkehren wird. So werden die Käufer mit der Zeit auch wieder an den M&A-Markt zurückkehren. Bei unseren Fonds war mehr als ein Drittel aller Positionsaufösungen auf M&A-Aktivitäten zurückzuführen. Darüber hinaus sind in unseren Portfolios immer noch viele potenzielle Übernahmekandidaten – insbesondere aus Europa und Japan – vertreten.

Die Aktienkurse sind momentan generell sehr niedrig. Tatsache ist jedoch, dass der Unternehmenssektor inzwischen wieder in einem besseren Zustand ist als noch beim Ausbruch der Finanzkrise vor vier Jahren. Trotz eines schwierigen externen Umfelds werden die Unternehmensgewinne also wohl nicht noch einmal so massiv einbrechen wie im Jahr 2008.

Fazit

Entscheidend ist, dass unsere Portfolios derzeit günstiger bewertet sind als der breite Markt und gleichzeitig finanziell robust sind. Unsere Fonds bieten höhere Vermögenswerte, höhere Gewinne und höhere Dividenden pro investiertem Euro und Anleger investieren in Unternehmen mit geringer Verschuldung.

Wir möchten zwar keine Prognose hinsichtlich des exakten Zeitpunkts abgeben, doch wir wissen, dass die Märkte ihr Augenmerk auch ganz schnell wieder auf reale Werte lenken können, wie es beispielsweise zu Beginn dieses Jahres der Fall war. In der Zwischenzeit werden wir unsere Positionen aufmerksam beobachten und nach grundlegenden Entwicklungen oder Veränderungen des „inneren Wertes“ Ausschau halten. Gleichzeitig werden wir die Märkte nach den auf lange Sicht attraktivsten Anlagechancen durchforsten. Wir bleiben außerdem zuversichtlich, dass unsere Portfolios einen hohen Abschlag auf ihren „inneren Wert“ aufweisen und sich langfristig deshalb wieder sehr gut entwickeln werden.

Mit freundlichen Grüßen

Jens Moestrup Rasmussen

Chief Portfolio Manager

15. Oktober 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.:

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 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.