



Value Equities

Inhalt

- Gutes 3. Quartal
- Asset-Kristallisation - Fallstudien
 - Nokia
 - Noble Corp
- Nichts ist so beständig wie die Veränderung
- Europa - Zurück auf dem Anleger-Radar
- Japan - Sichtbare Dynamik
- Value: Auf den Preis kommt es an

Unsere Value-Aktienfonds

Fonds	ISIN-Code
Emerging Markets Value	LU0760183672
Ethical Emerging Mkts Value	LU0760183912
Ethical Global Value	LU0362355355
European Small Cap Value	LU0256591552
European Value	LU0264920413
Global Small Cap Value	LU0264925131
Global Value	LU0138501191

Detaillierte Informationen finden Sie auf sparinvest.eu

- sparinvest.eu

Sehr geehrte Anlegerin, sehr geehrter Anleger!

Gutes 3. Quartal

Das dritte Quartal war für Aktien weltweit und auch für unsere Fonds positiv. Gegen Ende des Quartals schwächte die Fed ihre Aussagen im Hinblick auf ein Zurückfahren ihrer Programme ab. Dies wurde von den Aktienmärkten weltweit und insbesondere von den Schwellenländermärkten positiv aufgenommen. Aber der große Antriebsmotor in diesem Quartal war Europa. Das Vertrauen darauf, dass die Region ein vernünftiges Gleichgewicht zwischen Wachstum und Sparpolitik erreichen kann, nimmt zu. Die zugrunde liegenden Makroindikatoren verzeichnen zwar keinen rasanten Anstieg, bewegen sich aber in die richtige Richtung. Erstmals seit 5-6 Jahren beginnen die Anleger weltweit, Geld zurück nach Europa umzuschichten. Dies konnten wir in diesem Jahr vor dem Hintergrund eines frischen politischen Windes bereits in Japan beobachten.

Gegenwärtig sind alle Blicke auf das politische Theater in Washington DC gerichtet, wo die Stimmung durch die teilweise Schließung von Regierungseinrichtungen und den ungewissen Ausgang des Streits um die Anhebung der Schuldenobergrenze in den nächsten Wochen gereizt ist. Dieses Spiel mit dem Feuer, ausgetragen zwischen den Republikanern (bzw. zumindest einigen von ihnen) und den Demokraten, nimmt die Finanzmärkte weltweit auf kurze Sicht zur Geisel. Aber dies sollte nicht von den ermutigenden, weltweit zu beobachtenden Anzeichen ablenken. Zudem stellen wir fest, dass die Märkte sich etwas mehr auf die zugrunde liegenden Fundamentaldaten konzentrieren: Die Volatilität hat nachgelassen, die Korrelationen zwischen den Titeln haben abgenommen und die Unternehmen werden für ihre individuellen Stärken und Schwächen zunehmend belohnt und

bestraft. Kurzum, der Aktienmarkt hat sich ein wenig normalisiert und dies ist für Value-Anleger mit Bottom-up-Ansatz sehr ermutigend.

Asset-Kristallisation

In der letzten Ausgabe berichteten wir über die Freisetzung von Kaufkraft durch die Veräußerung von Vermögenswerten. Dies war in den Sommermonaten vermehrt zu beobachten.

Nokia

Für große Schlagzeilen sorgte die Veräußerung der Mobilsparte von Nokia an Microsoft. Dies wirkte sich auch deutlich positiv auf unsere Fonds aus. Zweifelsohne durchlief Nokia in den letzten Jahren eine schwierige Phase, in der strategische Fehler begangen wurden. Die Mobilsparte vernichtete Geld und zeitweise gingen die meisten Anleger von einem negativen Wert für diese Unternehmenseinheit aus bzw. hegten Zweifel am Überleben des Konzerns. Wir bewerteten Nokia vorsichtig, zogen nichtsdestoweniger den Schluss, dass sogar die Mobilsparte, getragen durch ihr Vertriebsnetz, ihre Kompetenzen im Versorgungskettenmanagement und jahrzehntelange Forschung und Entwicklung in der Herstellung von Mobilgeräten einen positiven inneren Wert behalten hatte. Durch den Verkauf der Sparte wurden all diese Komponenten effektiv in Geld umgewandelt. Dies zeigt einen einfachen Sachverhalt: Ein Unternehmensbereich, in dem Geld vernichtet wird, kann eine attraktive Anlage für andere sein. Dies zeigt ferner, dass dies für wertorientierte Anleger bei relativ gesunden M&A-Märkten und bei industriellen Käufern, die mit einiger Zuversicht in die Zukunft blicken, erheblichen Rückenwind darstellen kann.

Nokia wird nun nicht mehr als Hort der Geldvernichtung wahrgenommen, sondern als Unternehmen, das eine Superdividende zahlen bzw. die Sparte für Netzwerkausrüstung konsolidieren sollte. Der Aktienkurs stieg binnen weniger Wochen von EUR 3 auf fast EUR 5.

Noble Corp.

Ein weiteres Beispiel ist Noble Corp, ein US-Unternehmen, das Ölbohranlagen betreibt und vermietet. Als wir 2010 erstmals Anteile kauften, hatte das Unternehmen eine Netto-Barposition. Seitdem hat die Unternehmensleitung die Barmittel stetig eingesetzt und so die Flotte

hochmoderner Bohrschiffe verdreifacht, das Netto-Anlagevermögen verdoppelt und Anteile zurückgekauft. In demselben Zeitraum blieb die Entwicklung des Aktienkurses hinter den wichtigsten Indizes zurück, aber wir sind sicher, dass die Unternehmensleitung das Richtige tut, indem sie die langfristige Ertragskraft des Unternehmens erhöht. Bei derartigen Anlagefällen zählt Geduld.

In der Tat ist die Unternehmensleitung von Noble wie wir der Ansicht, dass das Unternehmen unterbewertet ist, und hat einen proaktiven Schritt zur Freisetzung des Wertes unternommen, indem dieses gesplittet wird. Die neueren Bohranlagen kommen in ein Unternehmen und alles weitere in ein zweites Unternehmen. Dies sollte den Anlegern einen besseren Einblick in die verschiedenen Merkmale und Vorteile beider Vermögentypen geben. Anleger zahlen für Unternehmen mit neuerer Ausrüstung, die normalerweise von höheren Marktschranken, längeren Verträgen, stabilerer Preisbildung und einem besseren Gleichgewicht von Angebot und Nachfrage profitieren können, in der Regel mehr. Andererseits kann ein Unternehmen, in dem nur alte Ausrüstung zusammengefasst wird, sehr hohe Cashflows generieren und somit für ein solides Dividendenpotenzial sorgen. Offensichtlich ist dies nicht so einschneidend wie der Verkauf des halben Unternehmens zu einem hohen Aufpreis, aber es ist ermutigend zu beobachten, wie die Unternehmensleitung Wege sucht, den Unternehmenswert in den Mittelpunkt zu rücken. Vergleichbare Beispiele im US-Energiesektor - bei ConocoPhillips und Hess - stärken unser Vertrauen, dass diese Strategien funktionieren können.

Nichts ist so beständig wie die Veränderung

Value-Anlegern wird bisweilen vorgeworfen, altmodisch zu sein. Uns stört das nicht. Wir glauben an den alten Spruch: „Nichts ist so beständig wie die Veränderung“.

Während der Krise meinten viele Stimmen, dass die Welt nie mehr dieselbe sein würde, dass es eine „neue Normalität“ gäbe. Gewiss, viele Dinge haben sich oberflächlich verändert. Ein Beispiel dafür ist, dass viele Anleger heute wesentlich risikoscheuer sind als noch vor ein paar Jahren. Aber wir sind nicht der Meinung, dass dies für eine

grundlegend neue Weltordnung steht. In Wirklichkeit bestehen die meisten alten Muster fort. Eines dieser Muster ist, dass die Dinge meistens wieder normal werden.

In den letzten Jahren hatte es bisweilen den Anschein, als gäbe es jede Woche mehr dramatische Nachrichten und wilde Marktschwankungen, daher ist es nachvollziehbar, dass viele Marktteilnehmer eine kurzfristigere Sichtweise eingenommen haben. Unternehmen, für die es schlecht lief, wurden abverkauft, als gäbe es kein Morgen mehr, während Unternehmen mit steigenden oder auch nur stabilen Gewinnen mit sehr hohen Bewertungen belohnt wurden - als würden sie niemals schwanken. Aber dies erscheint uns nicht sehr realistisch. Gewiss, manche Unternehmen bleiben jahrelang schlecht und andere bleiben jahrelang erfolgreich. Coca Cola ist ein Beispiel für Letzteres. Aber die große Mehrzahl der Unternehmen entwickelt sich wechselhaft. Wenn wir also ein Unternehmen mit kurzfristigen Schwierigkeiten sehen, fragen wir uns, ob es Potenzial für einen Turnaround gibt und ob der aktuelle Aktienkurs im Vergleich zu seinem langfristigen Wert zu niedrig ist. Eine gute Bilanz ist hilfreich. Bei einem Unternehmen mit fantastischen Ergebnissen und einem hohen Aktienkurs müssen wir uns gleichermaßen fragen, ob dies nachhaltig ist. In manchen Fällen ist es das - aber meistens nicht.

Nehmen wir ein Elektronikunternehmen mit einem sehr erfolgreichen Verbraucherprodukt, das jeder haben will. Wettbewerber bringen Konkurrenzprodukte auf den Markt, aber das macht keinen Unterschied: Das Unternehmen und sein Aktienkurs entwickeln sich bestens. Bis dann letzten Endes diese Konkurrenzprodukte doch an Boden gewinnen, sich die Verbraucherpräferenzen verlagern, die Preise fallen - und das „unschlagbare“ Unternehmen seinen Wettbewerbsvorsprung einbüßt. Sie haben vielleicht an Apple und das iPhone gedacht - ein Titel, der ein Marktliebling war, bevor er Ende 2012 in wenigen Monaten um mehr als 40% abstürzte. Aber wir könnten genauso gut von Sony und dem Walkman Anfang der 1980er Jahre oder von Nokia und seinen Mobiltelefonen um die Jahrhundertwende reden. Immer wieder beobachten wir, dass Unternehmen mit erfolgreichen Produkten behandelt werden, als sei es „diesmal anders - dieses Unternehmen wird seine Dynamik bewahren“, bevor diese Erwartungen dann doch zunichte gemacht werden.

Gleichermaßen werden in Schwierigkeiten geratene Unternehmen behandelt, als ob sie sich niemals erholen könnten. Tatsächlich behandelte der Markt Mitte 2012 Nokia und Sony, als wären es gescheiterte Unternehmen. In unseren Augen waren dies zwar keine „großartigen“ Unternehmen, aber laut unserer Analyse waren sie langfristig deutlich mehr wert. Seitdem hat sich der Kurs beider Aktien mehr als verdoppelt. Natürlich ist dieser Vergleich vereinfachend, aber er soll einen simplen Punkt verdeutlichen: Der Markt verhält sich immer wieder so, als wäre es „diesmal anders“. Meistens ist dem nicht so.

Europa - Zurück auf dem Anlegerradar

So wie der Markt im Hinblick auf einzelne Unternehmen übermäßig optimistisch oder pessimistisch sein kann, ist es auch mit Ländern. In den letzten Jahren hatten viele Anleger Europa und Japan nicht auf dem Radarschirm. Beim letzten Mal schrieben wir über das inhärente Potenzial dieser Regionen und die Notwendigkeit von Reformen, um dieses Potenzial freizusetzen. Wir sehen weiterhin ermutigende Anzeichen, und die Aktienmärkte scheinen in jüngster Zeit auf die Story zu setzen.

Während die europäischen Aktienmärkte in der ersten Jahreshälfte eher auf der Stelle traten, waren sie im 3. Quartal die herausragenden Performer. Vor zehn Jahren wurde Deutschland aufgrund seiner niedrigen Wachstumsraten allgemein als „kranker Mann Europas“ bezeichnet. Heute gilt Deutschland aufgrund seiner wirtschaftlichen Stärken als der Hegemon Europas. Es dient somit anderen europäischen Ländern als gutes Beispiel dafür, dass zu gegebener Zeit Verbesserungen erreicht werden, wenn Probleme angegangen werden.

Zuletzt hat Frankreich die Rolle des Sündenbocks übernommen. Einige Experten halten Frankreich für „out“, aber das Land arbeitet an der Bewältigung seiner Probleme - auch wenn wir bisweilen vom Tempo frustriert und mit den Methoden nicht einverstanden sind. Die mangelnde Flexibilität am Arbeitsmarkt ist ein wesentliches Problem. Als kurzfristige Abhilfemaßnahme senkt Frankreich die Unternehmenssteuern, um die Lohnkosten zu kompensieren. Dies gibt natürlich der Wettbewerbsfähigkeit einen sofortigen Auftrieb, aber noch wichtiger ist, dass Reformen beschlossen werden, die das zugrunde liegende

Problem angehen sollten und die Flexibilität der Kostenbasis von Unternehmen erhöhen. Trotz einer mitunter altmodischen politischen Rhetorik finden Veränderungen statt, die dazu beitragen dürften, die französische Volkswirtschaft wieder in Schwung zu bringen. Der französische Markt zählte in den vergangenen drei Monaten zu den stärksten, und unsere französischen Positionen legten im Allgemeinen kräftig zu. Nehmen wir Peugeot: ein Unternehmen, das ganz klar seine Probleme hatte und immer noch hat, aber so bewertet wurde, als sei es ein Totalausfall. Der Titel hat seit November 2012 um 180% zugelegt und ist allein in den letzten drei Monaten um 90% gestiegen.

Japan - Sichtbare Dynamik

Während die USA unter einem hochriskanten politischen Kräftemessen mit der Gefahr eines Systemkollaps leiden, erfreut sich Japan einer Periode relativ dynamischer Politik. Premierminister Abe hatte bereits sein „Drei-Pfeiler-Programm“ zur Wiederbelebung Japans lanciert (siehe unsere letzten Informationen für Anleger), aber bei den Wahlen vom Juli gewann seine Liberaldemokratische Partei die Mehrheit im Oberhaus des Parlaments zurück. Diese starke öffentliche Rückendeckung macht es leichter, sein Reformprogramm umzusetzen.

Auch wenn der japanische Aktienmarkt weiterhin der seit Jahresbeginn stärkste bedeutende Markt ist, verbuchte er im 3. Quartal (ebenso wie die USA) moderatere Renditen. Haben also die „Abenomics“ alles erreicht, was sie können? Sicherlich wurde der anfängliche Anstieg der japanischen Aktienkurse zu einem erheblichen Teil von der Abschwächung des Yen getrieben, die japanische Währung hat den letzten Monaten schwach tendiert. Aber der entscheidende Punkt ist, dass der Yen weiterhin deutlich schwächer ist als in den vorhergehenden drei Jahren, was ein wesentlich besseres Wettbewerbsumfeld für die japanische Exportwirtschaft schafft. Und dies kann ein Geschenk sein, von dem man lange zehren kann. Zudem liegt, wie wir bereits erwähnt haben, das größte Potenzial der „Abenomics“ wahrscheinlich im „Dritten Pfeiler“ der Reform, aber die Ergebnisse werden sich nicht von heute auf morgen einstellen. Kurzfristig wurde darüber debattiert, ob die geplante Erhöhung der Mehrwertsteuer, die zurzeit nur 5% beträgt, durchgeführt werden soll. Steuererhöhungen

gelten seit langem als mögliches Mittel zur Linderung der japanischen Haushaltsprobleme, können aber auf kurze Sicht natürlich die Binnennachfrage beeinträchtigen. Abe hat nun den Plan bestätigt, die Mehrwertsteuer im Jahr 2014 auf 8% anzuheben, und zugleich ein umfassendes Stimulierungsprogramm zum Ausgleich der kurzfristig negativen Auswirkung auf die Wirtschaft angekündigt. Solche Schritte sind nie einfach - aber es sind Schritte nach vorn.

Unsere globalen Fonds haben von der starken Performance Japans in diesem Jahr profitiert. Hervorzuheben ist jedoch, dass in Japan sowohl Value-Aktien als auch Aktien mit geringer Marktkapitalisierung relativ schlecht abschnitten. Wie ist dies zu erklären? Zum einen ist dies darauf zurückzuführen, dass als die Welt wieder auf Japan aufmerksam wurde, einiges an „schnellem Geld“ in die Aktien großer, bekannter Unternehmen floss, und zum anderen darauf, dass bestimmte Bereiche des Marktes - wie große Exportunternehmen und Immobiliengesellschaften - ganz klar die ersten Nutznießer des schwachen Yen und der direkten Inflationssteuerung waren. Aber wir sehen Potenzial für eine stärkere künftige Performance kleinerer Unternehmen und mehr binnenwirtschaftliche Übersprüngeffekte in der übrigen Volkswirtschaft.

Value: Auf den Preis kommt es an

Wenn wir also sehen, dass bestimmte Bereiche des Aktienmarktes hoch bewertet sind, werden wir stets skeptisch. Gewiss können wir Argumente dafür erkennen, warum bestimmte Aktien - oder Länder - in einer starken Position sind, aber in der Regel überschätzt der Markt, wie lange dies so bleibt. In den letzten Jahren haben wir gesehen, dass Anleger in Bereiche des Marktes drängten, die als „sicher“ galten, wie defensive Werte, Titel mit niedrigem Beta und Aktien mit hoher Dividendenrendite sowie, in gewissem Maße, US-Aktien. Wir konnten diese Logik teilweise nachvollziehen, haben unser US-Engagement verstärkt und dort gute Renditen erzielt. Wir konnten jedoch nicht die Tatsache ignorieren, dass die Aktien in diesen Kategorien zunehmend teurer wurden - während konjunkturrempfindlichere Aktien sehr billig wurden.

Wir verfolgen einen langfristigen Ansatz und erwarteten, dass sich die Vergangenheit

wiederholen würde und der Konjunkturzyklus und die Gewinne dieser sensibleren Unternehmen letztendlich wieder anziehen würden - daher haben wir unsere Portfolios nicht aggressiv in den überlaufeneren und teureren Marktsegmenten positioniert. Freilich wurde das weltweite makroökonomische Umfeld mehr und länger in Mitleidenschaft gezogen als von uns erwartet: Subprime-Kredite führten zur Weltfinanzkrise, in Europa entwickelte sich die Staatsschuldenkrise, und Japan wurde von einem verheerenden Tsunami getroffen. Dies hat natürlich eine Erholung verzögert - aber es hat sie nicht verhindert. Im Zuge der sich bessernden weltweiten Rahmenbedingungen und da die Märkte mittlerweile akzeptiert haben, dass es eine Zukunft gibt, haben wir in den letzten zwölf Monaten eine bemerkenswerte Performance vieler unserer eher zyklischen Positionen verzeichnen können, und zwar sowohl gemessen an den Unternehmensgewinnen als auch an der Entwicklung am Aktienmarkt. Dies hat unseren Fonds eine gute Wertentwicklung beschert.

Aber wir sind nicht mit irgendwelchen Engagements „verheiratet“. Es kann sein, dass die teuren Aktien von heute die billigen Aktien von morgen sind, und unsere Aufgabe als Value-Anleger besteht darin, stets die Unternehmen herauszufinden, die in Relation zu ihrem tatsächlichen Wert am billigsten sind. Ob es um ein stereotypisches „Qualitätsunternehmen“ mit stabilen Gewinnen, einen Turnaround-Fall oder eine Konkurs-Story mit soliden Aktiva geht - der Wert ist am Preis abzulesen.

Unterdessen werden wir dadurch ermutigt, dass sich die Aufmerksamkeit der weltweiten Märkte etwas verlagert hat. Value-Aktien waren für einige Zeit überall aus der Mode gekommen, und in früheren Anlegerinformationen haben wir darauf hingewiesen, dass eine Wertsteigerung unvermeidlich ist. Aber eine der klassischen Ironien ist, dass Value-Fonds für Anleger am wenigsten attraktiv erscheinen, wenn sie das größte Aufwärtspotenzial bieten. In jüngster Zeit fokussieren sich die Aktienmärkte jedoch vermehrt auf Fundamentaldaten und möglicherweise das langfristige Potenzial von Unternehmen. Dies ist ein günstiges Umfeld für unsere Value-Anlagestrategie mit Bottom-up-Ansatz, und die Performance unserer Fonds war vielversprechend. Auf fundamentaler Ebene entwickeln sich unsere Positionen gut. Die Aktienmärkte bieten uns weiterhin attraktive neue Anlagemöglichkeiten,

und wir sind zuversichtlich, dass diese für eine solide langfristige Wertentwicklung sorgen werden. Der Ausblick ist glänzend.

Mit freundlichen Grüßen

Jens Moestrup Rasmussen
Leitender Portfoliomanager
09. Oktober 2013

Sparinvest Value Team



Obere Reihe, von links nach rechts:

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, von links nach rechts:

Karsten Løngaard
Senior Portfolio Manager
Jens Moestrup Rasmussen
Team Leader / Leitender
Portfoliomanager
Trine Uggerhøj
Portfolio Manager
Kasper Billy Jacobsen

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

Signatory of:



Der angegebene Fonds ist ein Teilfonds von Sparinvest SICAV, einer offenen Investmentgesellschaft luxemburgischen Rechts. Die Zeichnung von Anteilen muss stets auf Grundlage des aktuellen Verkaufsprospekts, der „Wesentlichen Informationen für Anleger“ 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 dem berechtigten Vertriebsstellen, Vertretungen bzw. Repräsentanzen 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 nicht 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.