



## Themen

- Rückblick auf das 1. Quartal
- Ausblick Europa: Zeichen von Fortschritt und weniger Panik
- Ausblick Japan: Nachhaltige Erholung?
- Auswirkungen der Yen-Abwertung auf das Investment
- Gegen den Strom
- Fazit

## Unsere Value-Aktiefonds

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 unserer Internetseite [sparinvest.eu](http://sparinvest.eu)

- [sparinvest.eu](http://sparinvest.eu)

## Value-Aktien

*Sehr geehrter Anleger,*

### Rückblick auf das 1. Quartal

In unseren letzten Informationen für Anleger hatten wir unsere Erwartungen für 2013 dargelegt: Wir rechneten damit, dass die Risikobereitschaft der Anleger allmählich zurückkehrt, sie selektiver agieren und damit die Aktienmärkte weltweit insgesamt ansteigen würden. Wir hatten vorsichtig gehofft, dass eine verstärkte Einzeltitelselektion, gestützt durch regere M&A-Aktivitäten, dazu führt, dass sich die Aufmerksamkeit wieder auf die Fundamentaldaten richten wird - zum Vorteil unseres klassischen Value-Anlagestils. Das erste Quartal wurde diesen Erwartungen einigermaßen gerecht.

### Ausblick Europa: Zeichen von Fortschritt und weniger Panik

Die Aktienmärkte hatten einen ziemlich guten Start ins neue Jahr. Unser globaler Aktienfonds legte im ersten Quartal um rund 9% zu. Dieser Aufschwung am Markt fand statt - trotz negativer Schlagzeilen in Europa: dem ungewissen Ausgang der Wahlen in Italien und der Rettung Zyperns in letzter Minute. Zwar ist Europa noch nicht aus dem Gröbsten heraus, macht allerdings Fortschritte, vor allem aber reagieren die Anleger inzwischen gelassener. Die europäischen Aktien legten Anfang 2012 einen großartigen Start hin, fielen dann jedoch infolge der aufkommenden Besorgnis über Spanien an den Märkten wieder in den negativen Bereich zurück. Im bisherigen Jahresverlauf 2013 machte sich der Einfluss der Zypern-Krise durchaus bemerkbar; dennoch verzeichneten die europäischen Aktien im 1. Quartal einen absoluten Gewinn von 5-6%. In den letzten Jahren stellten

wir oft fest, dass das Marktgeschehen eher von Stimmungen oder gar Panik als von den Fundamentaldaten bestimmt wird. Die Reaktion des Marktes auf die Zypern-Krise legt den Schluss nahe, dass panikbedingte Marktumschwünge künftig weniger drastisch ausfallen dürften.

Davon abgesehen entwickelte sich Europa in den vergangenen drei Monaten schlechter als andere wichtige Regionen wie Japan und die USA, weshalb unsere - relativ stark in Europa engagierten - Fonds leicht hinter dem globalen Index zurückblieben. Hinzu kam, dass Value-Aktien, die gemessen an Kennzahlen wie Kurs-Buchwert- oder Kurs-Gewinn-Verhältnis günstig sind, in Europa eine stark unterdurchschnittliche Wertentwicklung verzeichneten. Allerdings sind die Bewertungen europäischer Titel weiterhin verlockend niedrig; auch sollte man nicht vergessen, dass Europa im Jahr 2012 trotz der anfänglichen Probleme mit Spanien letztendlich höhere Renditen erzielte als die USA und Japan.

## Ausblick Japan: Nachhaltige Erholung?

In unseren letzten Informationen für Anleger hatten wir Japan optimistisch beurteilt. Tatsächlich entwickelte sich das Land im bisherigen Verlauf des Jahres 2013 von allen bedeutenden Märkten am besten. Unsere Fonds sind stark in Japan engagiert. Obwohl wir keine Vorliebe für japanische Unternehmen haben, konnten wir dort während unserer langjährigen Value-Investmenttätigkeit oftmals äußerst günstige und vielversprechende Anlagechancen ausmachen. Zudem entwickelten sich japanische Value-Aktien im langfristigen globalen Kontext gut. Andererseits führte der starke Yen in den letzten Jahren in Verbindung mit Faktoren wie dem Erdbeben von 2011 zu einer unterdurchschnittlichen Wertentwicklung und damit zwangsläufig zu einigen Zweifeln am Potenzial des japanischen Aktienmarktes.

Die jüngste Rally war einer Kombination aus niedrigen Bewertungen und der Politik der neuen Regierung unter Abe zu verdanken. Das offensichtlichste Ergebnis ist die Abwertung des Yen; ebenso wichtig sind jedoch auch die Inflationsziele und die Deregulierung. Wir möchten nun ein wenig näher auf die Auswirkungen der Yen-Abwertung eingehen. Bezüglich der jüngsten Entwicklungen in Japan herrscht immer noch

erhebliche Skepsis, so heißt es z.B.: „Der Yen-Kurs ist schon öfter gefallen, und es hat nie etwas gebracht - insbesondere wenn man in Euro oder USD anlegt.“ Wir sind nicht dieser Meinung. Das vielleicht wichtigste Beispiel ist die Reformagenda von Ministerpräsident Koizumi im Jahr 2005, die tiefgreifende Auswirkungen auf den japanischen Markt hatte. Von Dezember 2004 bis November 2005 fiel der Yen gegenüber dem USD um 14%, und die japanischen Aktien verzeichneten sowohl in USD als auch EUR weltweit eine erhebliche Outperformance.

## Auswirkungen der Yen-Abwertung auf das Investment

Unserer Ansicht nach lassen sich die Auswirkungen einer Abwertung des Yen stark vereinfacht in drei Phasen darstellen:

### 1. Anfängliche Schwäche - Marktgewinne, Währungsverluste

Der anfängliche Umschwung zu einem schwächeren Yen führt zu einem stimmungsbedingten Anstieg der Aktienkurse insbesondere von Exportunternehmen. Die Aktienkursgewinne in Yen überwiegen in der Regel die Währungsverluste und ergeben auch in Euro oder USD positive Renditen. Im November 2012 erlebten wir den Beginn dieser Phase; als Beispiele seien u.a. FujiFilm, Sony, Toyota Industries oder Yamaha Motor genannt.

### 2. Abschwächung stoppt und löst Gewinnmitnahmen aus

In Phase 2 geht der Yen-Kurs nicht mehr so stark zurück oder erholt sich sogar ein wenig. Dies führt zwangsläufig zu Gewinnmitnahmen bei einigen Titeln, die am stärksten zulegten. Dies war im Februar 2013 der Fall, als der Yen gegenüber dem USD und dem EUR leicht anstieg. In diesen Zeitraum fiel auch die japanische Berichtssaison für das 3. Quartal, von der vielleicht manche Beobachter enttäuscht waren: trotz der Abwertung des Yen nahmen die Unternehmen keine nennenswerten Aufwärtskorrekturen ihrer Gewinnprognosen vor. In dieser Phase können die Renditen etwas schwach ausfallen, es ist aber zu diesem Zeitpunkt noch zu früh, die tatsächlichen fundamentalen Auswirkungen der Währungsabwertung beurteilen zu können.

### 3. Stabilisierung führt zu höheren Gewinnen - Höhere Kurse bei weniger Wechselkursproblemen

In Phase 3 stabilisiert sich der Yen auf einem neuen, tieferen Niveau, und die vorteilhaften Fundamentaldaten beginnen sich in den Unternehmensgewinnen niederzuschlagen. In den Ergebnissen und Prognosen erscheinen höhere Erträge, und dementsprechend sinken die Bewertungskennzahlen wie KGV und KBV. Dadurch können die Aktienkurse in Yen steigen, während der Währungskurs nicht mehr dramatisch fällt: somit profitieren die Anleger in EUR oder USD. Das bedeutet, dass der Yen nicht ständig weiter abwerten muss, um sich positiv auszuwirken: eine einfache Stabilisierung auf einem neuen Niveau ist bereits eine enorme Hilfe für die Unternehmen.

Außerdem sollte man bedenken, dass neben dem unmittelbaren Einfluss der Währung auf die Gewinne viele japanische Unternehmen durch den starken Yen im Wettbewerb benachteiligt waren - und dies kann sich im Falle einer Abwertung der Währung grundlegend ändern. Die derzeitigen Bewertungen berücksichtigen nicht die voraussichtliche Steigerung der Geschäftstätigkeit zahlreicher Unternehmen in den kommenden Quartalen.

## Gegen den Strom

Vor kurzem las ich etwas über den Tod von Margaret Thatcher und stieß dabei auf folgendes Zitat: „Für mich ist Konsensbildung ein Prozess, bei dem man alle Überzeugungen, Grundsätze, Werte und Leitlinien aufgibt. Es ist also etwas, woran niemand glaubt und dem niemand widerspricht.“ Gegen den Strom zu schwimmen ist eine der größten Schwierigkeiten, mit denen ein Value-Anleger zu kämpfen hat. Wir hatten in den vergangenen Jahren immer wieder betont, dass es beim Value-Investment allein auf Konsequenz ankommt: bei Ihrer Strategie zu bleiben, wenn Zweifel an Ihrer Überzeugung aufkommen. Dies war in den vergangenen fünf Jahren, in denen die anhaltenden wirtschaftlichen Turbulenzen oft von den Fundamentaldaten der einzelnen Unternehmen ablenkten und man eher auf makroökonomische und politische Ereignisse reagierte, auch durchaus der Fall.

Die Finanzmärkte wurden stärker als gewöhnlich von Konsensfindungsaktivitäten getrieben, wobei sich die Anleger um vermeintlich sichere Anlagen wie traditionell defensive Sektoren, US-amerikanische Titel oder Blue Chips scharten. Dem lag eher der Wunsch nach kurzfristiger Stabilität und Prognosesicherheit als überzeugende Bewertungen zugrunde. Man versuchte, bei der Herde zu bleiben. Sobald jedoch alle in eine Richtung laufen, ist es in der Regel Zeit, die andere Richtung einzuschlagen.

Die Geschichte der globalen Märkte hat immer wieder gezeigt, dass günstige Titel langfristig eine überdurchschnittliche Wertentwicklung erzielen. Value bringt Outperformance. Wir sind daher bei unserer Strategie geblieben, in Aktien zu investieren, die aus unserer Sicht mit einem erheblichen Abschlag auf ihren langfristigen Wert gehandelt werden. Tatsächlich hat sich dies in den letzten Jahren jedoch nicht ausgezahlt: Klassische Value-Faktoren wie ein geringes Kurs-Buchwert- und Kurs-Gewinn-Verhältnis wurden nicht beachtet; vielmehr war es in dieser Zeit lohnender, sich „an die Benchmark zu klammern“. Die Aktien standen in hoher Korrelation zueinander und bewegten sich je nach Land, Sektor oder Index in großen Gruppen. Sich an die Benchmark zu klammern, zahlt sich aus - solange es jeder tut. Die Geschichte zeigt jedoch, dass solche Phasen niemals von Dauer sind. Gehen sie zu Ende, können Value-Anleger schnell reichlich belohnt werden. Beim Value-Investment liegt der Schwerpunkt auf mit Abschlag gehandelten Unternehmen, da dies die höchsten langfristigen Renditen bringt.

## Fazit

Im ersten Quartal 2013 konnten wir erfreulicherweise feststellen, dass die Korrelationen zwischen den Titeln etwas zurückgehen und es einige erste Anzeichen dafür gibt, dass die Märkte ihren Blick nun wieder über die kurzfristigen makroökonomischen Turbulenzen hinaus richten und sich auf das langfristige Potenzial konzentrieren. Wir rechnen weiterhin damit, dass die Risikobereitschaft der Anleger allmählich zurückkehrt, sie selektiver agieren und damit die Aktienmärkte weltweit insgesamt ansteigen werden. Die jüngsten Entwicklungen auf dem japanischen Markt stimmen uns zuversichtlich, ebenso wie das Potenzial für eine Erholung des europäischen Marktes, bei der klassische Value-Faktoren wieder zur Performance beitragen. Gleichzeitig finden wir weiterhin vielversprechende neue Anlagechancen in aller Welt. Es ist also reichlich Anlass zum Optimismus vorhanden. Wie bereits erwähnt, sind die niedrigen Bewertungen unserer Portfolios attraktiv, und die Tatsache, dass die von uns gehaltenen Unternehmen immer noch Spielraum für Verbesserungen haben, stimmt uns optimistisch.

*Mit freundlichen Grüßen*

**Jens Moestrup Rasmussen**  
Leitender Portfoliomanager  
18. April 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 protegirt wurden. Das Ziel ist, Investoren dabei zu unterstützen, Umwelt-, Sozial- und Corporate Governance bezogene Themen aktiv bei ihren Anlagen zu berücksichtigen.

*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.