



## Themen

- Rückblick auf das Jahr 2012
- Wertentwicklung des Global Value
- Grund zum Optimismus 1- Europa
- Grund zum Optimismus 2- Japan
- Grund zum Optimismus 3- Fundamentaldaten und M&A-Aktivitäten
- Ausgewiesene Value-Anhänger
- Fazit

## Unsere Value-Aktien-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 finden Sie auf unserer Internetseite.

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

*Sehr geehrte Anlegerin, sehr geehrter Anleger!*

## Value Aktien

### Rückblick auf das Jahr 2012

Nachdem wir nach dem Ausbruch der globalen Kreditkrise seit nunmehr über vier Jahren sehr aufmerksam nach unterbewerteten Anlagechancen Ausschau halten, überrascht es nicht, dass das Portfolio des Global Value Fonds mittlerweile in den am meisten vernachlässigten und unbeliebtesten Marktsegmenten übergewichtet ist, weil wir dort die attraktivsten „Schnäppchen“ finden.

2012 war ein weiteres Jahr nervenaufreibender Volatilität, volkswirtschaftlich bedingter Risiko-rein/Risiko-raus-Schwankungen und wir müssen einräumen, dass die letzten 12 Monate keine gute Zeit waren. Der Fonds notierte zum Jahresbeginn zwar noch deutlich besser als der Index, blieb bis zum Jahresende jedoch hinter der Benchmark zurück. Allerdings gab es auch zwei erfreuliche Phasen – und zwar einmal zu Beginn und einmal zum Ende des Jahres – in denen sich die Value-Strategie und unser Fonds überdurchschnittlich entwickelten. Dies stimmt uns auch für die Zukunft optimistisch.

### Wertentwicklung des Global Value

In den ersten beiden Monaten des Jahres kam uns ein neuerlicher (wenn auch nur kurzlebiger) Fokus auf die Fundamentaldaten zugute. Sehr schnell hatte der Fonds den MSCI World-Index daraufhin um mehr als 6% übertroffen.

Von März bis Mitte November kamen dann allerdings erneut volkswirtschaftliche Besorgnisse um die Lage in Europa auf. Gleichzeitig wurde die Stimmung in Japan durch die extreme Aufwertung des Yen getrübt. Aufgrund der nachlassenden Risikobereitschaft strebten Aktieninvestoren daraufhin in vermeintlich „sichere Häfen“ – was dem genauen Gegenteil unseres Investmentansatzes entspricht. So engagierten sich die Anleger insbesondere in US-Papieren sowie in

vergleichsweise defensiven Blue Chip-Werten (deren Bewertungsniveau häufig sowohl unsere Zielvorgaben als auch unsere „Komfortzone“ überstieg). Diese rasante Trendwende hatte zur Folge, dass der Fonds Einbußen erlitt und bis zum Sommer rund 8% hinter dem Index lag.

Angesichts der drohenden „fiskalischen Klippe“ in den USA erkannten die Investoren im letzten Quartal dann aber allmählich wieder, dass sich auf regionaler Ebene durchaus interessante Anlagealternativen eröffnen und dass Europa und Japan möglicherweise übertrieben hart abgestraft worden waren. Dank seiner sehr festen Tendenz aus dem vierten Quartal konnte der Fonds die Verluste, die er über die Sommermonate erlitten hatte, bis zum Jahresende größtenteils wieder wettmachen. So legte er ein zweistelliges Plus von 10,78% vor (was einer Bruttorendite von 13,01% entspricht). Mit dem Ertrag des MSCI World-Index in Höhe von 14,05% konnte er jedoch nicht mithalten.

Unser Investmentprozess nach dem Value-Ansatz umfasst auch die sorgfältige Selektion langfristig hoch qualitativer Investments, die wir aus jenen Segmenten der globalen Märkte auswählen, die auf Basis klassischer Kennzahlen am preiswertesten sind. Dazu zählen beispielsweise ein niedriges Kurs-Buchwert-Verhältnis, ein günstiges Kurs-Gewinn-Verhältnis sowie eine entsprechende Dividendenrendite. Aus diesem Grund können die regionalen Gewichtungen unserer Portfolios deutlich von denen des Index abweichen.

	GVF	MSCI World
Japan	27,32%	8,64%
USA	15,7%	53,37%
Westeuropa	49,32%	26,94%

Durchschnittliche regionale Gewichtungen im Jahr 2012.

Auf lange Sicht beruht die Outperformance von Value-Aktien auf der Korrektur von Fehlbewertungen am Markt, weil die Anleger in einem solchen Fall verstärkt in unterbewertete Titel investieren. In den letzten Jahren haben konjunkturelle Schwankungen allerdings häufig dazu geführt, dass die Aktienbewertungen nicht mehr so stark im Zentrum des Interesses standen. Dieser Umstand hat die Wertentwicklung im Jahr 2012 letztlich ebenfalls belastet. Ermutigend waren in diesem Zusammenhang zumindest einige Anzeichen, die darauf hindeuten, dass sich der Markt letzten Endes doch wieder auf das Bewertungsniveau konzentrieren wird. Anfang 2012 war ein solcher Fokus zunächst auf Einzeltitelebene, zum Jahresende dann in geografischer Hinsicht zu beobachten.

## Grund zum Optimismus 1 - Europa

Wir sind breit gestreut in einer Auswahl unterbewerteter europäischer Unternehmen investiert, die über solide Bilanzen und wertvolle Vermögenswerte verfügen. Darüber hinaus könnten die Gewinne dieser Firmen wieder kräftig anziehen, sobald wir die Rezession hinter uns gelassen haben. Unsere Positionen sind nach wie vor preiswert, doch dank einer Reihe von Faktoren beurteilen wir die Zukunftsaussichten unserer Engagements in Europa weiterhin zuversichtlich.

Die stetigen Fortschritte bei der Bewältigung der globalen Finanzkrise werden vermutlich nicht ohne Schwankungen verlaufen, doch das Bewertungsniveau jener Regionen, Sektoren oder Unternehmen, die zuletzt übertrieben stark unterbewertet waren, wird unserer Meinung nach nun zwangsläufig wieder zu seinem langfristigen Mittelwert zurückkehren.

Seit der Zusage von Mario Draghi aus dem Sommer, wonach die EZB „alles Notwendige tun wird, um den Euro zu erhalten“, war in Europa ein grundlegender Stimmungsumschwung zu verzeichnen. Angesichts des mittlerweile wieder ruhigeren Umfelds realisieren die Investoren allmählich auch das Ausmaß, in dem europäische Aktien zuletzt überverkauft worden waren. So sind die Aktienkurse durch konjunkturelle Besorgnisse deutlich unter jenes Niveau gedrückt worden, das auf Basis der Fundamentaldaten der entsprechenden Unternehmen eigentlich gerechtfertigt gewesen wäre. Deshalb besteht unseres Erachtens nach viel Potenzial für eine weitere Neubewertung europäischer Aktien.

## Grund zum Optimismus 2 - Japan

Die Wahlen, die Ende 2012 in Japan stattfanden, brachten wieder die traditionell unternehmerfreundliche Liberale Demokratische Partei unter der Führung von Shinzo Abe an die Macht. Umgehend signalisierte Abe, dass er zukünftig eine wesentlich expansivere Fiskalpolitik umsetzen wird. Dabei verfolgt er zwei klare Ziele: die Beendigung der Deflation (was für die einheimischen Banken von Vorteil wäre) sowie die Schwächung des Yen (was den japanischen Exporteuren zugutekommen würde). Darüber hinaus kündigte Abe ein 117 Mrd. USD schweres Investitionsprogramm an. Dies wäre das größte Konjunkturpaket Japans seit dem Ausbruch der Finanzkrise.

Diese klare Demonstration eines neuen politischen Willens ist vermutlich die größte Veränderung, die Japan seit mehr als acht Jahren erlebt hat, und könnte sogar eine wirklich

grundlegende Trendwende markieren. Zwar bleibt die Lage schwierig, und die neue Regierung steht noch ganz am Anfang. Aber allein die Tatsache, dass die Märkte auf die wirtschaftspolitischen Ansätze von Abe so positiv reagiert haben, illustriert das Ausmaß, in dem – abgesehen von den weltweit wirklich hart gesottenen Value-Investoren – zuletzt eigentlich niemand mehr Japan überhaupt noch auf dem Radar hatte.

Wegen des starken Yen konnten viele japanische Unternehmen im internationalen Wettbewerb zuletzt nicht mehr mithalten. Eine schwächere Währung könnte deshalb dazu beitragen, dass diese Firmen auch dank ihrer vielen weiteren Vorzüge wieder stärker ins Bewusstsein der Anleger rücken. Gleichzeitig werden die Finanzspritzen für inländische Infrastrukturprodukte dazu führen, dass neue Arbeitsplätze und Opportunitäten das japanische BIP um 1% steigern. Zwar könnten die wirtschaftspolitischen Ansätze von Abe auch zur Folge haben, dass die Schuldenlast Japans steigt, aber für eine Konjunkturerholung sind sie vermutlich unerlässlich.

### Grund zum Optimismus 3 -Fundamentaldaten und M&A-Aktivitäten

Wir hoffen, dass die Anleger ihren Blick im Jahr 2013 wieder auf die Fundamentaldaten des Aktienmarktes richten werden, so dass eine differenzierte Einzeltitelselektion und damit auch wieder ein Fokus auf klassische Value-Kennzahlen möglich sind.

Jeder Anstieg der M&A-Aktivitäten intensiviert eine solche Entwicklung üblicherweise, da er wie eine Art Aufwärtsspirale wirkt. Denn nimmt die Zahl der Firmenübernahmen zu, so steigt auch die Aufmerksamkeit für die Unternehmensbewertungen insgesamt an. Darüber hinaus halten viele Firmen und Privatanleger immer noch hohe Barreserven vor, um diese bei Gelegenheit im Zuge von M&A-Transaktionen zu investieren. Zwar gab es im Jahr 2012 in den USA sowie in Japan bereits eine recht hohe Zahl von M&A-Transaktionen, in Europa ließen diese Aktivitäten aber deutlich nach und sanken auf ihr niedrigstes Niveau seit 2009. Deshalb profitierten die Aktienmärkte dieser Region auch nicht von einer „Realitätsdosis“, die Übernahmeaktivitäten hinsichtlich der Bewertungen von Unternehmen mit sich bringen können.

Dennoch schieden aufgrund von Übernahmeangeboten drei Firmen aus dem Global Value Fonds aus. Dabei handelte es sich um die Unternehmen Benetton, Guyenne et Gascogne sowie Douglas. Wir sind deshalb zuversichtlich, dass unser Portfolio günstig positioniert ist, um von einem zukünftigen Anstieg der Übernahmeaktivitäten zu profitieren.

### Ausgewiesene Value-Anhänger

Obwohl auch wir in großem Stil in ausgewählte Anlagesegmente investieren können, wenn Aktien dort preiswert sind und ein viel versprechendes Potenzial aufweisen, legen wir uns nicht dauerhaft auf eine bestimmte Region oder Branche fest. Unser einziges Streben besteht in der Suche nach günstig bewerteten Unternehmen, die wir an sämtlichen Märkten identifizieren möchten. So hatte der jüngste Einbruch des US-Marktes infolge der dortigen politischen Besorgnisse zur Folge, dass die Aktienkurse einiger US-Unternehmen um 40% bis 50% zurückgegangen sind. Ein solches Szenario kann dazu führen, dass wieder verstärkt US-Firmen auf unserem Value-Radarschirm zu sehen sind.

Doch letztlich sollten wir uns daran erinnern, dass Aktieninvestments nichts anderes sind als der Erwerb einer Beteiligung an den zukünftigen Gewinnen eines Unternehmens. Angesichts eines globalen Marktes ist es immer weniger von Bedeutung, wo eine solche Firma gerade ansässig ist. Stattdessen geht es mehr und mehr darum, wie schnell sich ein Unternehmen Veränderungen anpassen kann und wie es seine Vermögenswerte einsetzt. Schließlich wird eine Firma mit dem Ziel betrieben, Gewinne zu erwirtschaften, und genau diese Gewinne sind es, die letztlich zu Arbeitsplätzen und Wirtschaftswachstum führen. „Reife“ Unternehmen, die bereits über komplette Konjunkturzyklen konstant Gewinne erzielt haben, sollten deshalb auch bei kurzfristigen Marktabschwüngen niemals abgeschrieben werden. Natürlich können auch die Vermögenswerte dieser Firmen vorübergehend unterbewertet werden, doch solange ihre Geschäftsmodelle immer noch intakt sind, ihre Produkte oder Dienstleistungen nachgefragt werden und ihre Produktionskapazitäten flexibel einsetzbar sind, wissen wir, dass diese Unternehmen auch in Zukunft wieder Gewinne vorlegen können.

Wir bei Sparinvest sind noch nie von unserer einfachen Grundauffassung abgerückt, dass erfolgreich investieren heißt, hoch qualitative Unternehmen zum richtigen Preis zu erwerben - und zwar unabhängig davon, was andere machen und wo sie es machen. Jedes Mal, wenn der Markt mit einem bis dahin unbekanntem Phänomen (sei es nun die Technologie-Blase in den 1990er Jahren oder die noch andauernde Kreditkrise, die 2008 ausbrach) fertig werden muss, kann es zwischenzeitlich zu Bewertungsineffizienzen kommen, die zwar Schmerzen bereiten können, Schnäppchenjägern wie uns aber gleichzeitig auch Kaufgelegenheiten eröffnen.

## Fazit

---

Das Jahr 2012 kam uns zum größten Teil vor wie ein Marsch durch eine Wüste, in der es praktisch kein Lebenszeichen gab. Doch ähnlich wie Kamele sind auch Value-Anleger nicht nur hart im Nehmen, sondern auch willensstark, oft mit einer scheinbar eigenen Meinung und Vorstellung. Deshalb genügte uns die kurze Erinnerung im Januar und Februar daran, dass sich die Märkte irgendwann auch wieder auf die Fundamentaldaten konzentrieren werden, bis Mitte November durchzuhalten und eine andere Oase zu erreichen, in der sich die Märkte offenbar wieder daran erinnerten, dass die Speisekarten der globalen Märkte für risikohungrige Investoren durchaus mehr Auswahl zu bieten haben als lediglich die eintönige US-Aktien- oder defensive Blue Chip-Diät.

Für 2013 erwarten wir, dass die Risikobereitschaft der Anleger allmählich zurückkehrt, sie selektiver agieren und damit die Aktienmärkte weltweit insgesamt ansteigen werden. Außerdem können wir darauf hoffen, dass eine verstärkte Einzeltitelselektion, gestützt durch regere M&A-Aktivitäten, dazu führt, dass sich die Aufmerksamkeit wieder auf die Fundamentaldaten richten wird – zum Vorteil von unserem klassischen Value-Anlagestil.

*Mit freundlichen Grüßen*

**Jens Moestrup Rasmussen**  
Leitender Portfoliomanager  
18. Januar 2013



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 protegiert 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 aktuellen 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 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.