



## Value-Aktien

### Inhalte

- Rückblick auf das Jahr 2010
- Anlagechancen
- Definition von Value-Titeln und Wachstumswerten
- Unsere Auffassung zu zyklischen Aktien
- Fokus auf den inneren Wert
- Währungen
- Unmittelbares Währungsrisiko
- Indirekte Auswirkungen von Währungsgewichtungen: Fundamentaldaten der Unternehmen
- Bewertungsniveau und Fazit

### Unsere Value-Equity-Fonds

Fonds	ISIN
Ethical Global Value	LU0362355355
European Value	LU0264920413
Global Small Cap Value	LU0264925131
Global Value	LU0138501191

Detaillierte Informationen sind in den entsprechenden Fonds-Updates erhältlich.

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

*Sehr geehrte Anlegerin, sehr geehrter Anleger,*

Das Jahr 2010 war in vielerlei Hinsicht ein Jahr der Widersprüche. Auf globaler Ebene tendierten Value-Titel – zumindest auf Grundlage des MSCI World Value-Index – schwächer als Wachstumswerte. Die Erträge unserer Value-Fonds übertrafen jedoch beide Segmente. Derweil hatten die europäischen Börsenplätze zwar mit Top Down-Besorgnissen zu kämpfen, unsere Engagements an diesen Märkten entwickelten sich jedoch sowohl aus fundamentaler Sicht als auch im Hinblick auf ihre Aktienkurse sehr erfreulich. Warum war das so? Wir werden im weiteren Verlauf dieses Berichts noch detaillierter auf die einzelnen Ursachen eingehen, aber soviel bereits vorab: Ein entscheidender Faktor ist die Konzentration unserer Value-Fonds auf eine aktive Einzeltitelselektion nach dem Bottom Up-Ansatz. Uns geht es grundsätzlich nicht darum, lediglich die Ergebnisse eines Referenzindex nachzuvollziehen. Vielmehr sind wir bestrebt, jene Investments zu identifizieren, die auf lange Sicht die höchsten absoluten Erträge erzielen können.

Aus dieser Perspektive war 2010 ein für unsere Value-Fondspalette sehr erfolgreiches Jahr, denn alle Fonds legten mehr als 25% und teilweise sogar noch mehr zu. Für die Wertentwicklung des Jahres 2010 gab es eine Reihe guter Gründe. Dazu zählen beispielsweise unsere zyklischen Positionen, die feste Tendenz in Europa (trotz Staatsverschuldung und Eurokrise) sowie die sehr guten Ergebnisse einiger Einzeltitel, insbesondere aus den USA. Es war auch ein Jahr, in dem sich viele Grundprinzipien unserer Anlagephilosophie erneut bewahrheitet haben. Vermutlich noch ermutigender ist jedoch die Tatsache, dass es eine Vielzahl potenzieller Faktoren gibt, die ihre Wirkung bisher noch gar nicht entfaltet haben. Als Value-Anleger setzen wir auf die Qualität sowie die günstige Bewertung unseres jeweils aktuellen Portfolios. Deshalb sind wir auch für die Zukunft sehr zuversichtlich gestimmt. Wir sind in einer breiten Palette von Unternehmen mit robusten Finanzen investiert, die im Vergleich zu

ihrer langfristigen Ertragskraft sowie der Qualität ihrer Vermögenswerte derzeit einen stark unterbewerteten Eindruck machen. Darüber hinaus sind wir trotz des allgemeinen Aufwärtstrends an den Aktienmärkten davon überzeugt, dass unser bewährter Prozess bei der Einzeltitelselektion auch weiterhin „vernachlässigte“ Aktien herausfiltern wird, so dass wir unsere Portfolios stetig ergänzen und auch zukünftig Titel mit einem deutlichen Abgeld auf ihren inneren Wert finden und halten werden.

## **Rückblick auf das Jahr 2010**

Man könnte jetzt einwenden, dass die Jahre 2008 und 2009 von Top Down-Überlegungen bestimmt wurden, die an den globalen Aktienmärkten heftige Wellenbewegungen ausgelöst haben: Zunächst wurden die Märkte 2008 durch Top Down-Besorgnisse nach unten getrieben, während die allgemeine Erleichterung unter den Anlegern 2009 dann für einen erneuten Anstieg sorgte. Im Jahr 2010 war auf regionaler Ebene dann eine stärkere Differenzierung zu beobachten. Die Sorgen um Griechenland ließen allgemeine Besorgnisse um die Staatsverschuldung sowie den EUR aufkommen. Vergleicht man die regionalen MSCI-Indizes auf währungsbereinigter Basis, so blieb Europa hinter den USA und Japan um fast 10% zurück. Trotzdem haben sich unsere europäischen Positionen erfreulich entwickelt. Am deutlichsten zeigt sich dies möglicherweise in der Wertentwicklung des Sparinvest European Value Fund, der um 25,78% anstieg, während der MSCI Europe-Index lediglich 11,26% hinzugewann.

Sicherlich macht es dabei einen großen Unterschied, in welchem europäischen Land man investiert war. Wie wir bereits häufig angemerkt haben, treffen wir unsere Anlageentscheidungen im Hinblick auf Regionen oder Länder aber nicht unter Top Down-Gesichtspunkten. Stattdessen bewerten wir einzelne Unternehmen nach dem Bottom Up-Prinzip, obgleich wir bei unseren Analysen natürlich auch das volkswirtschaftliche Umfeld berücksichtigen. In den letzten Jahren hatte dieser Prozess der Einzeltitelselektion zur Folge, dass wir uns in Ländern wie Portugal, Griechenland, Irland oder Spanien schlichtweg nicht mehr so stark engagiert haben. Und dies kam den Fonds im letzten Jahr ganz zweifellos zugute. Ebenso wichtig war jedoch der Umstand, dass die von uns ausgewählten Aktien aus europäischen Staaten, in denen wir umfangreiche Gewichtungen hielten – wie etwa Deutschland, Frankreich, die Niederlande, Skandinavien und Großbritannien – im Vergleich zum breiten Aktienmarkt hohe Gewinne erzielten.

In Europa – aber auch in anderen Regionen wie Japan und Nordamerika – tendierten unsere Investments in zyklischen Sektoren wie Industrie und Konsumgüter im Allgemeinen

fest. In den letzten Jahren haben wir festgestellt, dass einzelne Firmen ihre Kosten senken, Restrukturierungen vornehmen und ihre Geschäftsmodelle ganz grundsätzlich an das sich verändernde Wirtschaftsumfeld anpassen. Viele der von uns gehaltenen Unternehmen haben ihre Gewinnschwellen außerdem bereits so stark gesenkt, dass zukünftig schon ein lediglich moderater Umsatzanstieg insgesamt eine deutliche Profitsteigerung zur Folge haben kann. Mittlerweile spiegeln die Aktienkurse einiger Firmen diese positive Entwicklung bereits wider. Die allgemeine Konjunkturerholung ist aber noch lange nicht abgeschlossen – und dies trifft auch auf die Bruttogewinne der Unternehmen zu. Deshalb führen die derzeit niedrigeren Gewinnschwellen dazu, dass einige Firmen möglicherweise in Zukunft sogar sehr beeindruckende Gewinne vorlegen könnten. Derweil machen unsere zyklischen Engagements im Vergleich zu ihrer langfristigen Ertragskraft nach wie vor einen unterbewerteten Eindruck. Ebenso bedeutsam ist aber, dass wir trotz der allgemeinen Verbesserung des Wirtschaftsumfelds zuversichtlich sind, dass unser Investmentprozess in zyklischen Branchen auch weiterhin attraktive Anlagechancen herausfiltern wird. Wir werden im weiteren Verlauf dieses Berichts auf unseren Investmentprozess noch detaillierter eingehen.

## **Anlagechancen**

Der nordamerikanische Markt war in den letzten Jahren für uns interessant. In der Vergangenheit waren unsere globalen Fonds auf die USA und Kanada in lediglich begrenztem Maße ausgerichtet. Während globale Indizes wie der MSCI World in Nordamerika in der Regel eine Gewichtung von rund 50% aufweisen, sind unsere globalen Fonds häufig mit weniger als 5% (mit Ausnahme des Global Small Cap Value Fund, der an diesen Börsenplätzen etwas stärker engagiert ist) an diesen Märkten vertreten. Wir haben gegen diese Märkte zwar keinerlei Vorbehalte, aber wir haben dort seit langem schlicht und einfach nur wenige Anlagemöglichkeiten identifizieren können, die unsere strengen Bewertungskriterien erfüllt haben. In den letzten Jahren haben wir die Anlagechancen, die sich aufgrund des schwierigen Marktumfelds eröffnet haben, jedoch genutzt und in Nordamerika eine Vielzahl neuer Positionen aufgebaut. Derzeit sind unsere globalen Fonds mit rund 12% in Nordamerika vertreten, beim Global Small Cap Fund sind es sogar etwa 25%. Mittlerweile verzeichneten einige dieser Fondspositionen bereits sehr erfreuliche Gewinne. So sind AGCO, Volcom, Fossil und Columbia Sportswear allesamt Beispiele für US-Investments von uns aus den letzten Jahren, die sich schon ausgezahlt und ihren inneren Wert in recht kurzer Zeit erreicht haben. Allerdings halten wir momentan noch viele andere Aktien, die trotz einer zuletzt festen Tendenz nach wie vor beträchtliches Aufwärtspotenzial auf ihren inneren Wert bieten.

Um von solchen Anlagechancen zu profitieren, muss man jedoch bereit sein, auch einmal entgegen dem allgemeinen Markttrend zu agieren, kurz gesagt: zu kaufen, wenn viele andere verkaufen. In diesem Zusammenhang kommt uns natürlich auch unser strenger Investmentprozess zugute, der sich auf die Fundamentalanalyse und die Bewertung von Unternehmen anstatt auf die gerade aktuellen Vorlieben des Marktes konzentriert. In den letzten Jahren hat sich herausgestellt, dass uns die Entwicklung des Marktes die Chance eröffnet hat, in einige (sogar marktführende) Großunternehmen zu investieren, die häufig sogar außerhalb des Bewertungskorridors eher strenger Value-Anleger lagen. Gleichmaßen haben wir im letzten Jahr einige Titel aus dem Öl- und Energieumfeld, zusätzlich zu Aktien wie Royal Dutch Shell und ENI, in die wir bereits investiert waren in die Portfolios aufgenommen. Dazu zählten beispielsweise Noble und Tidewater. Solche Aktien waren zuletzt zwar nicht mehr „en vogue“, aber für uns zählte das deutliche Abgeld auf den inneren Wert dieser Firmen. In unseren Portfolios gibt es allerdings weitere Sektoren – wie Finanzen und Rohstoffe – die 2010 nicht besonders erfreulich tendierten. Wir behalten unsere aktuellen Positionen jedoch stets ganz genau im Auge und sind von der fundamentalen Stärke sowie dem Bewertungsabgeld dieser Titel gegenüber ihrer jeweiligen Branche nach wie vor überzeugt. Deshalb sind wir zuversichtlich, dass diese Werte auch in Zukunft sehr gute Ergebnisse erzielen können.

### Definition von Value-Titeln und Wachstumswerten

Wie bereits erwähnt, war 2010 ein Jahr, in dem sich Value-Titel, definiert durch den MSCI Value-Index, schwächer entwickelt haben als Wachstumswerte. Unsere Fonds tendierten im Allgemeinen jedoch besser als der MSCI World Value- und der MSCI World Growth-Index. Was war der Grund dafür?

Zunächst handelt es sich bei unseren Fonds um aktiv, nach dem Bottom Up-Ansatz gemanagte Fonds, die nicht dadurch eingeschränkt sind sich an einen Referenzindex halten zu müssen. Zwar nutzen wir Indizes wie den MSCI World zu Vergleichszwecken, treffen aber keine Anlageentscheidungen, um lediglich die Entwicklung einer Benchmark abzubilden. Wir zielen vielmehr auf langfristig hohe absolute Erträge ab. Wirft man einen Blick auf unsere Gewichtungen in einzelnen Regionen oder Branchen, so zeigt sich, dass wir von den üblichen Indexgewichtungen sogar nur allzu gerne abweichen. Deshalb gehen wir auch nicht davon aus, dass die Ergebnisse unserer Fonds denen der Indizes entsprechen.

Darüber hinaus hängt auch viel davon ab, wie man die Anlageklassen „Value“ und „Growth“ definiert. Ein

offensichtlicher, aber entscheidender Aspekt ist die Tatsache, dass Indexdefinitionen von Strategien wie „Value“ und „Growth“ quantitativer Natur sein müssen und auf festgelegten numerischen Kriterien beruht. Andernfalls wäre die Zusammenstellung eines Index schlichtweg unmöglich. Für klassische Value-Investoren handelt es sich bei der Anlageklasse „Value“ aber um einen qualitativen Ansatz. Unter einem „Value“-Titel verstehen wir eine Aktie, die die Vorgaben unserer strengen Fundamentalanalyse erfüllt und deren Kurs ein beträchtliches Abgeld auf den inneren Wert dieses Unternehmens aufweist. Das bedeutet, dass unsere Definition von „Value“-Titeln nicht exakt einer Indexdefinition entspricht.

So gibt es häufig Aktien, die wir eindeutig als Value-Titel betrachten, die aber in einem Index für Wachstumswerte vertreten sind. Nehmen wir beispielsweise den MSCI World Value- und den MSCI World Growth-Index. Bis 2003 wurden „Value-Titel“ und „Wachstumswerte“ diesen Indizes ausschließlich unter Bewertungsgesichtspunkten zugeordnet: Aktien mit einem vergleichsweise niedrigen Kurs-Buchwert waren Value-Titel, Aktien mit einem vergleichsweise hohen Kurs-Buchwert waren Wachstumswerte. Seit 2003 ist diese Zuordnung aber komplizierter geworden. So kann beispielsweise ein günstig bewerteter Titel gleichzeitig durchaus auch Merkmale aufweisen, die für ein Gewinnwachstum sprechen, so dass diese Aktie in den MSCI World Growth-Index aufgenommen wird. Gehen wir einmal von einem zyklischen Unternehmen aus, das zu einem Buchwert von weniger als 1 gehandelt wird und dessen Gewinne sich allmählich wieder erholen: Dieses Gewinnwachstum könnte zur Folge haben, dass dieser Titel in den Wachstums-Index rutscht, nur weil der Aktienkurs anzieht. Eine solche Umklassifizierung kann zweifellos auch Auswirkungen auf die relativen Erträge des Wachstums- und des Value-Index haben. Darüber hinaus können Aktien gleichzeitig sowohl im Wachstums-Index als auch im Value-Index vertreten sein. So sind Unternehmen wie Philips, Danske Bank, UPM-Kymmene, Fraport und Renault, in denen unsere Portfolios investiert sind, derzeit Komponenten des MSCI World Growth-Index – und die letzten drei Firmen sind parallel auch im MSCI World Value-Index enthalten.

Unserer Meinung nach sind Indizes wie der MSCI World Value-Index im Hinblick auf die Wertentwicklung von „Value-Titeln“ als Anlageklasse auf lange Sicht grundsätzlich aussagekräftig, so dass sie zweifellos hilfreiche Referenzindizes darstellen. Der Unterschied zwischen der quantitativen Definition von „Value-Titeln“ seitens der Indizes und unserer qualitativen Beurteilung des Faktors „Value“ könnte also durchaus eine Erklärung dafür sein, weshalb sich unser Fonds im Jahr 2010 wesentlich besser entwickelt hat als der MSCI World Value-Index selbst.

## Unsere Auffassung zu zyklischen Aktien

Betrachten wir die zyklischen Branchen – insbesondere die Sektoren Industrie und Konsumgüter – nun einmal genauer. Diese Segmente sind sehr vielgestaltig. In unseren Portfolios sind beispielsweise Industriekonzerne wie AP Moller-Maersk (Dänemark; Schiffstransporte), Fraport (Deutschland; Flughäfen), MAN (Deutschland; Lastwagen), Hutchison Whampoa (Hongkong; breit aufgestelltes Industrieunternehmen) und Aida Engineering (Japan; Betriebsmittel) vertreten. In der Sparte Konsumgüter sind wir in Renault und Peugeot (Frankreich; Automobile), Millennium & Copthorne (Großbritannien; Hotel), Tachi S (Japan; Automobilzulieferer), Medion (Deutschland; Elektronik), Columbia Sportswear (USA; Bekleidung) sowie Cabela's und Dillards (USA; Einzelhandel) investiert.

Auf welche Art und Weise aber sollte man sich in solchen Unternehmen, deren Gewinne aufgrund von Veränderungen des Wirtschaftsumfelds ebenso deutlich steigen wie auch sinken können, engagieren? Viele Anleger versuchen den Zeitpunkt vorherzusehen, zu dem die jeweiligen Konjunkturzyklen beginnen bzw. zu Ende gehen, zu dem es in einer bestimmten Branche zu einer Erholung der Gewinne kommt oder – und das ist am schwierigsten – zu dem auch andere Anleger wieder auf eben diesen Sektor setzen. Kurz gesagt: Sie möchten die Märkte „timen“. Wir tun das nicht. Könnte man zyklische Trendwenden jedes Jahr korrekt vorhersagen, wäre dies für die Erträge natürlich sehr vorteilhaft – allerdings bräuchte man dazu wohl die Kristallkugel eines Wahrsagers. Das Timing der Märkte erscheint nämlich nur aus der Retrospektive betrachtet eine einfache Sache zu sein. Unserer Meinung nach gibt es – wenn überhaupt – nur einige wenige Fondsmanager, die zu Recht von sich behaupten können, solche Marktschwankungen langfristig akkurat vorhergesagt zu haben.

Zu diesem Thema wurde bereits eine Vielzahl wissenschaftlicher Untersuchungen angestellt, die alle zu demselben Ergebnis kamen. Nehmen wir ein Beispiel. Die US-Finanzprofessoren Graham und Campbell untersuchten 1996 237 Investment-Newsletters, die zwischen 1980 und 1992 von vielen unterschiedlichen Personen veröffentlicht wurden. In diesen Newslettern hatte man versucht, die kurzfristige Entwicklung des Aktienmarktes vorherzusagen. Empfohlen diese Newsletter eine stärkere Gewichtung in Aktien, lag der durchschnittliche Ertrag (über dem risikofreien Zins) in den darauffolgenden sechs Monaten bei 12,7% p.a. Sprachten sich die Newsletter aber für einen Rückzug aus Aktien aus, so lag der durchschnittliche Ertrag bei 16,2%. Mit anderen Worten hätte man also besser investiert, wenn die Newsletter die Parole „verkaufen“ ausgaben. Diese Studie fand keinen Beleg dafür, dass ein Markt-Timing auf lange Sicht wirklich überdurchschnittliche Erträge zur Folge hat.

Wir betrachten das Ganze deshalb auch gar nicht so kompliziert: Wenn wir den langfristigen Wert eines Unternehmens ermitteln, dann gehen wir davon aus, dass wir potenziell die gesamte Firma erwerben würden. Aus diesem Grund ist es für uns auch weniger entscheidend, die nächste Trendwende bei den Wirtschaftsindikatoren oder die jeweils aktuellen Vorlieben der Anleger ganz genau vorherzusagen. Von wesentlich größerer Bedeutung ist für uns jedoch, dass wir ein Unternehmen zu einem Preis erwerben können, der deutlich niedriger ist als sein wahrer Wert, und wir in diesem Titel investiert bleiben, bis der Aktienkurs ein Niveau erreicht hat, das den inneren Wert der Firma wirklich widerspiegelt.

## Fokus auf den inneren Wert

Deshalb müssen wir davon überzeugt sein, den inneren Wert eines Unternehmens wirklich angemessen bewertet zu haben. Können wir bei schwachen Gewinnen tatsächlich davon ausgehen, dass sich die Profite wieder erholen, oder setzt gerade ein Wandel ein, so dass dieser Gewinnrückgang dauerhafter Natur ist? Und: Wie lange kann ein Unternehmen dem schwierigen Umfeld trotzen? An diesem Punkt kommt unsere gründliche Fundamentalanalyse zum Tragen, welche Geschäftsmodelle, Kostenstrukturen, sowohl bilanzierte als auch nicht-bilanzierte Werte und Verbindlichkeiten, die historischen Leistungen von Firmenleitungen usw. untersucht. Dabei richten wir unser Augenmerk stets darauf, den inneren Wert eines Unternehmens zu ermitteln sowie herauszufinden, wie gut dieser abgesichert ist.

Diese „Absicherung“ ist von entscheidender Bedeutung, sobald man in eine Firma investiert hat. Für einen fundamental orientierten Value-Anleger besteht ein großer Unterschied zwischen einem zwischenzeitlichen Rückgang des Aktienkurses und einem dauerhaften Kapitalverlust. Denn dieser Investor ist ja an einem Unternehmen beteiligt. Wenn der Aktienkurs sinkt, hat die Firma nach Auffassung des Aktienmarktes an Wert verloren. Fundamentale Anleger haben aber ihre eigene Strategie, die auf der tatsächlichen Lage des entsprechenden Unternehmens und seinem langfristigen Potenzial beruht. Falls aber auch der innere Wert der Firma in Mitleidenschaft gezogen wurde und der Aktienkurs keinen Abschlag auf diesen inneren Wert mehr aufweist, sollte auch ein solcher Anleger verkaufen – und würde damit einen dauerhaften Kapitalverlust realisieren. Wenn die Investmentargumente jedoch nach wie vor stichhaltig sind und der innere Wert weiterhin solide ist, sollte er nicht kapitulieren und den Wert veräußern, nur weil der Aktienkurs zwischenzeitlich nachgegeben hat.

Nehmen wir ein Beispiel: Die Aktie der Firma Columbia Sportswear, die unsere globalen Fonds gerade erst verkauft haben. (Wir werden in den entsprechenden

Fonds-Updates auf dieses Investmentbeispiel noch konkreter eingehen.) Während eines Großteils des Jahres 2007 wurde Columbia zu einem Aktienkurs von deutlich über 60 USD gehandelt. Mitte 2008 sank der Kurs dann aber auf unter 40 USD. Das Einnahmewachstum von Columbia bröckelte, und das Unternehmen wurde daraufhin vom Markt abgestraft. Unserer Meinung nach handelte es sich dabei jedoch um eine Überreaktion. Obwohl Columbia in der Tat mit einem schärferen Wettbewerb zu kämpfen hatte und möglicherweise vor einer Phase rückläufiger Gewinne stand, wurde seine langfristige Ertragskraft zum damaligen Zeitpunkt deutlich unterbewertet. Zusätzlich bestärkt wurden wir in unserer Einschätzung durch die solide Bilanz der Firma. Wir identifizierten also einen hohen Abschlag auf den inneren Wert und engagierten uns deshalb in diesem Titel.

In der Folge sank der Aktienkurs aber noch weiter und erreichte im März 2009 ein Niveau von 25 USD. Der Markt behauptete, Columbia hätte 40% seines Wertes eingebüßt, seit wir in diese Aktie investiert hatten. Aber war dies gerechtfertigt? Wir analysierten das Unternehmen also erneut. Das konjunkturelle Umfeld kam den Gewinnen sicherlich nicht gerade zugute, und die kurzfristige Gewinnsicherheit war getrübt. Wir waren jedoch weiterhin davon überzeugt, dass die langfristige Ertragskraft dieser Firma intakt war. Trotz der zwischenzeitlichen Kursverluste konnten wir keinen Rückgang des inneren Wertes feststellen. Kurz gesagt: Hätten wir unsere Columbia-Aktien veräußert, so hätte dies aufgrund des gesunkenen Aktienkurses lediglich einen dauerhaften Kapitalverlust zur Folge gehabt. Stattdessen haben wir sogar weitere Aktien erworben. Und Ende 2010 haben wir unsere Position dann zu einem Kurs von 60 USD verkauft.

Dieser disziplinierte Fokus auf den inneren Wert ist ein mächtiges Instrument, das sich über Jahre hinweg als äußerst effektiv bewährt hat, wenn es darum ging, in zyklische Unternehmen zu investieren. Bei der Suche nach neuen Anlageideen kann man damit auch entgegen dem Trend agieren und von den Verkäufen anderer Investoren profitieren. Bei bereits bestehenden Positionen verfügt man mit diesem Werkzeug über die notwendige Kraft, nicht aufzugeben und eine hervorragende Aktie nur deshalb zu veräußern, weil der Markt sagt, die Firma hätte an Wert eingebüßt. Viele der oben genannten zyklischen Engagements waren 2008 von den Märkten massiv abgestraft worden. In unseren „Informationen für Anleger“ aus dem ersten Quartal 2009 schrieben wir, „für kurzfristige Marktteilnehmer sind zyklische Unternehmen momentan unpopulär, da niemand die Dauer und die Tiefe der Rezession voraussagen kann.“. In dieser Zeit hat unser Fokus auf den inneren Wert aber gewährleistet, dass wir diese zyklischen Positionen beibehalten und sogar neue Anlagemöglichkeiten entdeckt haben. Und

dies kam den Fonds im letzten Jahr sehr zugute. Wir sind davon überzeugt, dass unser Investmentprozess – und zwar unabhängig von der weiteren Entwicklung an den Aktienmärkten – auch zukünftig auf breiter Front viel versprechende Anlagechancen identifizieren wird.

## Währungen

Die Währungsausrichtung stellt bei globalen Aktienfonds natürlich ein Problem dar. Selbst in einem Jahr wie 2010, das von ausgeprägten Schwankungen an den Devisenmärkten geprägt war, hatten die Währungsgewichtungen aber geringere Auswirkungen auf unsere Fonds als man zunächst vielleicht annehmen würde.

## Unmittelbares Währungsrisiko

Betrachtet man den Kurs einer bestimmten Aktie, so kann die Währung natürlich große Auswirkungen darauf haben. Investiert beispielsweise ein in EUR denominierter Fonds in einen australischen Titel, sinkt der EUR-Wert dieser Position, wenn der AUD gegenüber dem EUR nachgibt – mit entsprechend negativen Konsequenzen für den Fonds. Allerdings lässt man bei dieser Betrachtung nicht nur die ausgleichenden Effekte eines langfristigen Anlagehorizonts, sondern auch die Vorteile einer Portfoliodiversifikation außer Acht.

In einem breit gestreuten Portfolio wiegen die Schwankungen einzelner Währungen einander aber üblicherweise größtenteils wieder auf – insbesondere auf längere Sicht. Betrachten wir beispielsweise die Tendenz des in EUR denominierten Sparinvest Global Value Fund im Jahr 2010.

Der Fonds ist in mehr als 10 unterschiedlichen Währungen investiert. Nehmen wir zunächst die „Nicht-EUR“-Positionen in Währungen wie dem JPY, dem USD, dem GBP und dem CHF. Im Jahr 2010 werteten die meisten dieser Währungen gegenüber dem EUR kräftig auf. In absoluten Zahlen steuerte dies zum Gesamtertrag des Fonds (26,36%) einen Beitrag von etwa 6% bei.

Bisher sind wir jedoch noch nicht auf die Ausrichtung des Fonds auf den EUR selbst eingegangen. Dazu vergleicht man den Fonds am besten mit einem weltweiten Index wie dem MSCI World. Der MSCI World-Index ist zu rund 50% im USD und zu 14% im EUR vertreten – während es bei unserem Fonds fast genau umgekehrt ist. So profitierte der MSCI World-Index im Jahr 2010 von seiner hohen Gewichtung im starken USD, wohingegen der Fonds gleichzeitig unter seiner beträchtlichen Ausrichtung auf den schwachen EUR litt. Dies bedeutet, dass der Fonds von den Wechselkursschwankungen des Jahres 2010 gegenüber dem Referenzindex nur in sehr

begrenztem Maße profitieren konnte. Der Sparinvest Global Value entwickelte sich um 6,83% besser als der MSCI World-Index, was aber zu weniger als 1% auf die Währungsausrichtung zurückzuführen war.

Natürlich kann man versuchen, die direkte Währungs- ausrichtung eines Fonds abzusichern. Aber eine solche Absicherung ist auch immer mit Kosten verbunden. Darüber hinaus haben wir festgestellt, dass die Absicherung unserer Währungsengagements keine wesentlichen Auswirkungen auf die langfristigen Ergebnisse unserer Fonds gehabt hätte.

### **Indirekte Auswirkungen von Währungsgewichtungen: Fundamentaldaten der Unternehmen**

Darüber hinaus ist das Währungsrisiko aber auch nicht auf jene Währung beschränkt, in der die entsprechende Aktie notiert. Die Währungsgewichtungen haben zudem auch beträchtliche indirekte Folgen. Sicherlich beeinflusst der Wechselkurs einer Währung auch das operative Umfeld, die Gewinne sowie die Bilanzen der Firmen, in die wir investieren. Die Sensibilität im Hinblick auf Währungsschwankungen variiert zwar von Branche zu Branche sowie von Unternehmen zu Unternehmen deutlich. Aber wenn sich der Wechselkurs stark verändert, ist die Zahl der Firmen, für die eine solche Entwicklung keinerlei Folgen hat, letztlich sehr gering.

Nehmen wir ein naheliegendes Beispiel – ein Export- unternehmen. Panasonic erzielt etwa die Hälfte seiner Einnahmen außerhalb Japans. Im Laufe der Jahre hat die Firma ihre Produktion zwar zunehmend ins Ausland verlagert, bleibt jedoch für Wechselkursschwankungen anfällig – nicht zuletzt durch die Umrechnung der Gewinne in JPY. In den letzten Jahren hat der JPY gegenüber anderen bedeutenden Währungen kontinuierlich aufgewertet, was die Gewinne von Panasonic natürlich belastet hat. Allein im vergangenen Fiskaljahr kostete der Aufwärtstrend des JPY Panasonic 42 Mrd. JPY – fast 400 Mio. EUR – an operativem Gewinn.

Es überrascht nicht, dass dieses schwierige Umfeld auch den Aktienkurs von Panasonic beeinträchtigt hat, der 2010 in JPY gerechnet 11% nachgab. Obwohl der starke JPY die Gewinne und damit auch den Kurs indirekt massiv belastet hat, hat die Aktie in EUR umgerechnet im Jahresverlauf jedoch sogar 6% zugelegt.

Darüber hinaus legt das Management von Panasonic nun keineswegs die Hände in den Schoß und schiebt die Schuld für die schwachen Gewinne auf das externe

Umfeld. Vielmehr setzt die Führungsspitze des Konzerns ihre Restrukturierungsmaßnahmen fort und senkt die Kosten, um wieder solide Gewinne zu erzielen – auch wenn der JPY weiter aufwerten sollte. Dies hat zur Folge, dass der Auftrieb für die Gewinne bei einem nachgebenden JPY sogar noch kräftiger sein könnte als die Rückschläge durch einen festen JPY. Wir möchten jedoch darauf hinweisen, dass unsere Investmentauffassung natürlich nicht primär auf einer Abwertung des JPY beruht. Vielmehr erkennen wir selbst bei konservativen Grundannahmen bei diesem Unternehmen einen beträchtlichen Abschlag auf seinen inneren Wert.

Das Zusammenspiel von unmittelbaren und indirekten Auswirkungen von Wechselkursschwankungen sowie die Folgen der Diversifikation sorgen dafür, dass das Währungsrisiko weder einfach noch transparent ist. Zwar kann man versuchen, das direkte Währungsrisiko abzusichern, aber wie wir bereits ausgeführt haben, hätte dies nur einen sehr geringen Einfluss auf die langfristigen Erträge unserer Fonds gehabt. Die indirekten Auswirkungen der Währungsgewichtungen auf ein Investment lassen sich hingegen nicht absichern. Diese hängen sehr stark von der Finanzlage und der operativen Ausrichtung des jeweiligen Unternehmens ab. Im Fall von Panasonic behalten wir diese Aspekte aber weiterhin ganz genau im Auge und legen unseren Investmentauffassungen konservative Grundannahmen zugrunde.

### **Bewertungsniveau und Fazit**

Im letzten Jahr haben sich viele Positionen für uns erfreulich entwickelt. Allerdings – und das ist entscheidend – sehen wir mit Blick in die Zukunft noch wesentlich mehr Potenzial. Wie üblich haben wir diszipliniert jene Titel verkauft, die auf ihren inneren Wert angestiegen waren. Wenn die Aktienkurse steigen, gerät man manchmal schon etwas in die Versuchung, „auf dieser Welle zu reiten“ und noch ein paar Prozent mehr aus einer Position herauszuholen. Sobald ein Titel aber einen Kurs erreicht, der über dem von uns ermittelten inneren Wert liegt, steigt damit gleichzeitig auch das Rückschlagrisiko. Deshalb verkaufen wir die entsprechende Aktie und reinvestieren den Erlös in Positionen mit dem vergleichsweise höchsten Abschlag auf ihren inneren Wert. Deshalb ist das Portfolio stets sehr attraktiv bewertet.

Ziehen wir einmal den Sparinvest Global Value als ein Beispiel dafür heran. Als ungefähren Anhaltspunkt für das Bewertungsniveau unserer Fonds fassen wir die einzelnen Positionen zu einem einzigen, fiktiven Unternehmen zusammen. Diese Firma wird zu einem

Kurs-Buchwert-Verhältnis von lediglich 1,07 gehandelt, während das Kurs-Buchwert-Verhältnis des MSCI World-Index gleichzeitig 2,24 beträgt. Bei der Betrachtung von Gewinnkennzahlen wird der operative Hebel deutlich. Das Verhältnis EV/EBITDA (ein aussagekräftiger Indikator für den Preis eines Unternehmens im Vergleich zu seiner reinen Ertragskraft) beträgt auf Grundlage der Bloomberg-Prognosen für 2011 lediglich 5,3. Im Vergleich dazu notiert der MSCI World-Index bei 6,9. Darüber hinaus ist die durchschnittliche Bilanz mit einem Nettoverschuldungsgrad im Verhältnis zum Eigenkapital von lediglich 26% (gegenüber 51% der Firmen im MSCI World-Index) solide. Gleichzeitig beträgt das Verhältnis immaterielle Vermögenswerte/ Eigenkapital nur 17% (im Vergleich zu 51% im Index).

Gleichzeitig identifizieren wir bei unseren Positionen eine Vielzahl potenzieller Katalysatoren – und zwar unabhängig davon, wie lange die derzeit lediglich schleppende Konjunkturerholung anhält. Wie bereits erwähnt haben viele der von uns gehaltenen Firmen ihre Kosten deutlich gesenkt und damit Spielraum für einen kräftigen Gewinnanstieg geschaffen, sobald sich die volkswirtschaftliche Lage wieder verbessert. Diese Unternehmen verfügen über solide Bilanzen, dank derer sie die harten Zeiten überstanden haben und die nun wieder aktiviert werden, um von dem sich verbessernden Umfeld zu profitieren. Derweil stieg 2010 auch die Zahl der Unternehmensübernahmen und -fusionen allmählich wieder an – wovon auch einige unserer Engagements profitieren konnten. Es wird aber noch lange dauern, bis sich die M&A-Aktivitäten wieder vollständig erholt haben. Wir sind fest davon überzeugt, dass unsere Positionen wie schon in der Vergangenheit ein beträchtliches M&A-Potenzial aufweisen, und zwar sowohl als Käuferfirmen als auch als interessante Übernahmeziele.

Wirft man einen Blick zurück auf das Jahr 2010, so haben die Value-Aktienfonds von Sparinvest durch die Bank weg solide absolute und relative Ergebnisse erzielt. Obwohl uns dies zufriedenstellt, sind die aktuelle Qualität und das derzeitige Bewertungsabgeld des Portfolios für uns wie gewohnt am wichtigsten – und in dieser Hinsicht sind wir äußerst positiv gestimmt. In unserem aktuellen Portfolio befindet sich eine breite Palette deutlich unterbewerteter Aktien, von deren Potenzial für langfristig beeindruckende Investorserträge wir fest überzeugt sind.

*Mit freundlichen Grüßen*

**Jens Moestrup Rasmussen**  
Lead Portfolio Manager  
12. Januar 2011

## Sparinvest Value-Team



**Jens Moestrup Rasmussen**  
Lead Portfolio Manager



**Kasper Billy Jacobsen**  
Lead Portfolio Manager



**Per Kronborg Jensen**  
Senior Portfolio Manager



**David Orr**  
Portfolio Manager



**Jeroen Bresser**  
Equity Analyst



**Morten Rønnow Tandrup**  
Equity Analyst



**Trine Uggerhøj**  
Equity Analyst



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.

Der angegebene Fonds ist ein 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.