

Für den Einfluss der folgenden großen Wissenschaftler, deren Forschungen und Anschauungen uns in unserer Vorgehensweise beim Value Investing gelehrt haben, sind wir voller Anerkennung und Dank.

Benjamin Graham

Das Konzept des Value-Investing wurde 1934 von Benjamin Graham (1894 – 1976), einem Professor der Columbia University, entwickelt. Sein Buch „Intelligent investieren“ ist nach wie vor eine wichtige Lektüre für Fachleute im Bereich Value-Investing. Graham wies der Kapitalerhaltung höhere Priorität als allen anderen Investmentanliegen zu und förderte einen analytischen Ansatz bei der Identifizierung unterbewerteter Wertpapiere. Er definierte den Unterschied zwischen „intelligentem Investieren“ und Spekulationen wie folgt:

„Ein Investment gewährleistet nach sorgfältiger Analyse die Sicherheit des Kapitals und eine angemessene Rendite. Vorgehensweisen, die dem nicht gerecht werden sind spekulativ.“

Fama & French – Der Size-/Value-Effect

Eugene Fama und Kenneth French zeigten die Renditen des US-Aktienmarkts in den drei Jahrzehnten von 1964 bis 1995 mit einem Modell, das Aktien nach ihrer Marktkapitalisierung (Size) und ihrem Kurs-Buchwert (Value) einstuft. Die Ergebnisse veranschaulichten, dass diese zwei zusätzlichen Faktoren, Size- und Value eines Unternehmens, bei weitem mehr zur Rendite einer Anlage beitragen als das Beta einer Aktie.

Markteffizienzthese

Die Doktorarbeit von Eugene Fama in den 1960er Jahren führte zu der höchst einflussreichen Markteffizienzthese (Efficient Market Hypothesis), die besagt, dass die Kurse von Wertpapieren jederzeit die den Marktteilnehmern zugänglichen Informationen widerspiegeln. Demzufolge sollte bei einem effizienten Markt kein Anleger erwarten, eine Wertentwicklung zu erzielen, die die eines für diesen Markt angemessenen Leitindex anhaltend übertrifft. Andererseits gilt jedoch auch, dass der Aktienkurs eines Unternehmens seinen Geschäftswert exakt widerspiegelt, wenn der Markt vollständig über dieses Unternehmen informiert ist.

„Wenn ein Unternehmen einen Dollar wert ist und ich es für 40 Cent kaufen kann, wird mir Gutes widerfahren.“

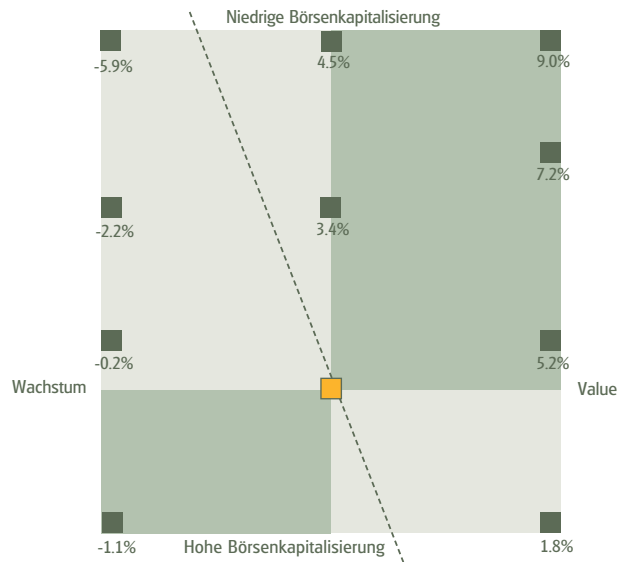
Walter Schloss (Schüler von Benjamin Graham zusammen mit den berühmten Investoren Warren Buffett, William J. Ruane, Irving Kahn und Charles Brandes) ■

Der Beweis der langfristig besseren Wertentwicklung von Value-Aktien im Vergleich zu anderen Vermögensklassen ist vor allem den US-Wissenschaftlern Fama und French zu verdanken. Ihre bekannte 1996 veröffentlichte Studie der Renditen des US-Aktienmarkts untersuchte den „Stilfaktor“ und zog den Schluss, dass Anleger eine bessere Rendite für

Value-Aktien-Strategie

Eine Studie über zusätzliche Rendite
– US-Aktienmarkt von 1963 - 2006

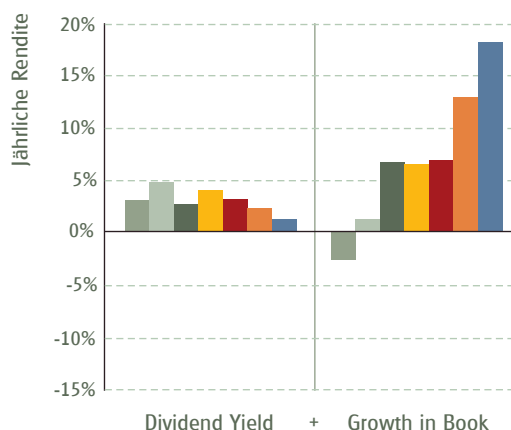
das eingegangene Risiko bekommen, wenn ihre Portfolios in mehreren Unternehmen der Value- und Small Cap-Marktsektoren investieren. Anschließend untersuchten Fama und French die Daten der Weltmärkte und kamen zur gleichen Schlussfolgerung. ■



Die Matrix zeigt die Ergebnisse bei einer jährlichen Aufteilung des Universums auf 25 Portfolios, ausgerichtet auf unterschiedliche Anlagestile – basierend auf Value-gewichteten Daten des US-Marktes über eine Periode von 40 Jahren. Jedes Portfolio ist geordnet nach Marktkapitalisierung und Kurs-Buchwert-Verhältnis der Unternehmen, in die es theoretisch investiert ist. Quelle: Kenneth French CRSP-Datenbank. Kalkulationen: Sparinvest ■

Der entscheidende Kurs-Buchwert-Faktor

Das folgende Balkendiagramm ist einem Arbeitspapier von Fama und French entnommen und zeigt den Einfluss verschiedener Faktoren auf die Kapitalrendite über einen bestimmten Zeitraum. Wie vorherige Studien, bestätigt auch diese die relative Outperformance von Anlagen in Small Cap- und Value-Sektoren über längere Zeit hinweg.

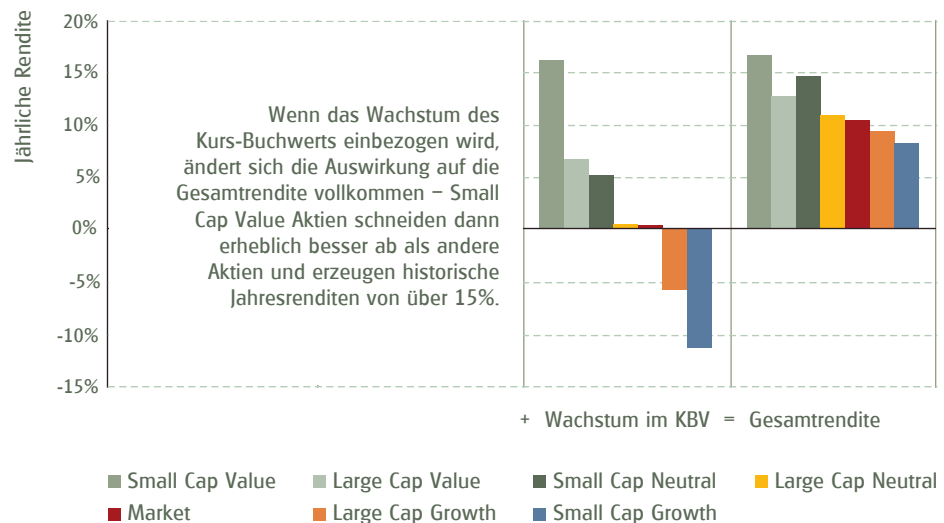


Die meisten Analysten bewerten die Unternehmen, in die sie investieren wollen anhand ihrer Ertragskraft – ein Indikator für die potentiellen Dividendenerträge und ihre allgemeinen Aussichten – ein Indikator des wahrscheinlichen Buchwertwachstums. Schon allein auf Basis dieser Kriterien könnte der Schluss gezogen werden, dass Anlagen in Fonds mit Wachstumsaktien, die entweder eine geringe oder eine hohe Börsenkapitalisierung aufweisen, von Vorteil sind.

- Small Cap Value
- Large Cap Value
- Small Cap Neutral
- Large Cap Neutral
- Market
- Large Cap Growth
- Small Cap Growth

Sobald man jedoch das Wachstum des Kurs-Buchwerts dieser Vermögenswerte während der Haltedauer mit einbezieht und somit die vom Markt durchgeführte Neubewertung der Aktien anzeigt, ergibt sich ein völlig anderes Bild. Die Schlussfolgerung ist, dass „gute“ Unternehmen schlechte Investments und „schlechte“ Unternehmen gute Investments sind.

Value-Aktien-Strategie



Quelle: Fama & French The Anatomy of Value and Growth Stock Returns US Equities 1963 - 2004

Fama und French entdeckten auch, dass die Erträge einer Aktie nach dem Zeitpunkt, an dem sie als „Value“-Aktie bezeichnet wird, in der Regel steigen, während bei Wachstumsaktien das Gegenteil der Fall ist. Wachstumsaktien fällt es schwer, anhaltend die hohen Gewinne zu erzielen, mit denen sie sich den Aufstieg in die Wachstumskategorie verdienten; ihre Erträge gehen in der Regel zurück, weshalb ihre Kurse mit dem Kurs-Buchwert neu angesetzt werden. ■

Value Investing – Die Theorie

Alle börsennotierten Unternehmen verfügen über zwei Bewertungen beziehungsweise Preise. Value-Investing geht von der Prämisse aus, dass jedes an einer Aktienbörse notierte Unternehmen über zwei Werte verfügt und eine „intelligente“ Anlage nur möglich ist, wenn man beide Werte kennt.

Der „**Marktpreis**“ eines Unternehmens, der in seinem notierten Aktienkurs zum Ausdruck kommt, ist der Preis, den Anleger jederzeit für eine Beteiligung an den zukünftigen Ergebnissen des Unternehmens zu zahlen bereit sind. Sein „**Substanz-**“ oder „**Geschäftswert**“ stellt den wahren Wert des Unternehmens dar.

An einem effizienten Markt sollten die zwei Werte gleich sein, aber die Marktstimmung kann einen Aktienpreis weit über oder unter den Substanzwert eines Unternehmens treiben und Value-Anleger können von der Abweichung zwischen den beiden Werten profitieren.

Der Substanzwert eines Unternehmens errechnet sich nicht nach einer bestimmten Formel. Er kann nur mit einer „gründlichen Analyse der Fakten“ bestimmt werden. Ein Value-Anleger stützt sich bei der Kalkulation jedoch auf den wahrscheinlichen Preis, der bei einer Fusion oder einer Übernahme für ein Unternehmen bezahlt würde. Ein Value-Anleger erwirbt die Aktien eines Unternehmens nur, wenn er sie mit erheblichen Abschlag zum Substanzwert erwerben kann. ■

Value-Investing – Die Vorteile

Value-Investing sorgte in der Vergangenheit für:

- ausgezeichnete langfristige Erträge, die historisch die Erträge von Wachstumsanlagen übertreffen;

Value-Aktien-Strategie

- eine „Sicherheitsmarge“ (Margin of Safety), die gegen einen totalen Kapitalverlust schützt (obwohl Anlagen in unterbewertete Aktien auch nicht gegen Marktrückgänge immun sind, besteht hierbei eine höhere Wahrscheinlichkeit, dass Anleger die angelegten Gelder zurückbekommen);
- eine ausgezeichnete Streuung der Portfolios;
- einen niedrigen Umschlagsfaktor;
- einen systematischen und disziplinierten Investmentstil, der sich auf grundlegende Geschäftsanalysen und nicht eine launenhafte Marktstimmung stützt;
- zusätzliche Kursprämien bei fremdfinanzierten Übernahmen und Übernahmeangeboten, weil die Unternehmen, die an der Übernahme anderer Unternehmen interessiert sind, auch Strategen und „Schnäppchenjäger“ sind. ■

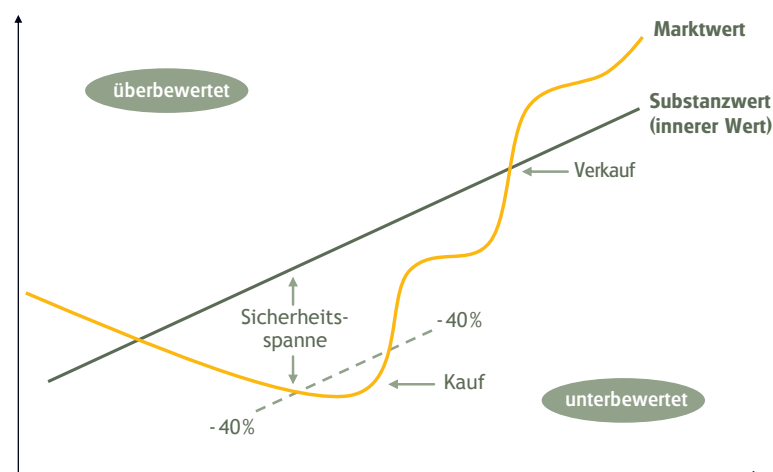
Das Rezept von B. Graham für erfolgreiches Value-Investing

Aktien mit einem Abschlag zum Substanzwert und einer „Sicherheitsmarge“ kaufen und zum Substanzwert verkaufen

Ein Unternehmen wird als „unterbewertet“ bezeichnet, wenn sein Marktwert erheblich unter seinem Substanzwert liegt. Zu diesem Zeitpunkt bietet sich die Gelegenheit, die Aktien eines grundlegend soliden Unternehmens mit einem erheblichen Abschlag und mit einer integrierten Sicherheitsmarge zu erwerben. Dies ermöglicht Kapitalgewinne bei niedrigem Risiko eines Kapitalverlusts. ■

Das Rezept von Sparinvest für erfolgreiches Value-Investing

Das Investmentteam von Sparinvest besteht aus Fachleuten, die den Stil von Benjamin Graham beim Value-Investing bewundern, sich von ihm leiten lassen und seine Ideen mit Erfolg in die Praxis umsetzen. Das Sparinvest-Team hält sich an dieselben grundlegenden analytischen Kriterien und geht mit derselben intellektuellen Exaktheit vor wie Graham, es hat jedoch die Suche nach Value auf internationaler Basis erweitert und macht sich das Leistungsvermögen der neuesten Technologie zunutze, um zusätzliche analytische Ressourcen heranziehen zu können.



Der Ansatz von Sparinvest beim Value-Investing

Sparinvest engagiert sich für Value

Als wir uns 1996 dem Value-Investing als eine unserer wichtigsten Portfoliostrategien verschrieben, beschloss das Managementteam von Sparinvest, dem 1934 von Benjamin Graham entwickelten Value-Konzept treu zu bleiben. Nach einer sorgfältigen Prüfung der wissenschaftlichen Ergebnisse war das gesamte Unternehmen überzeugt, dass Value-Investing Anleger langfristig in höherem Maße gegen Risiken schützt als Investmentmethoden, die sich auf Market-Timing verlassen. Im letzten Jahrzehnt haben wir unsere Expertise ausgebaut und sind sowohl bei steigenden als auch fallenden

Value-Aktien-Strategie

Aktienmärkten bei der Value-Strategie geblieben. Unsere Anleger können sich sicher sein, dass die Fondsmanager selbst dann nicht von diesem Stil abweichen werden, wenn die Wachstumsaktien besser abschneiden als die Value-Aktien.

Moderne Systeme, ein solides Verfahren und ein talentiertes Team

In den letzten zehn Jahren haben wir das Value-Konzept aktualisiert, den globalen Aktienmärkten angepasst und firmeneigene Systeme entwickelt, die die Suche nach Werten mit hohem Abschlag in einem Universum von mehr als 22.000 Aktien rationalisieren.

Erfolgreiches Value-Investing erfordert einen soliden Investmentprozess, um viel versprechende Aktien aus einem Universum unterbewerteter Unternehmen herauszufinden und eine disziplinierte Wertpapieranalyse, um die Identifizierung des Substanzwerts jedes Unternehmens zu erleichtern. Diese Aufgabe obliegt bei Sparinvest einem talentierten Team erfahrener Fondsmanager, Aktienanalysten und Wissenschaftler, von denen jeder unterschiedliche Qualifikationen und Kenntnisse in das Verfahren einbringt.

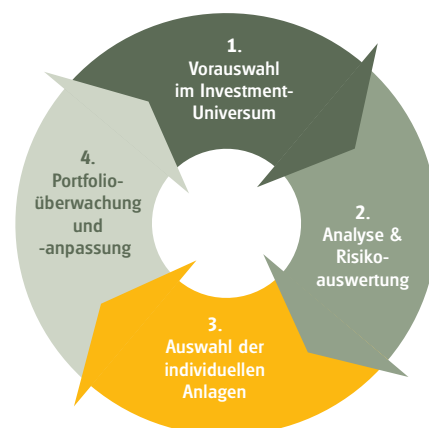
Kapitalerhaltung und ein Mindestabschlag von 40%

Die Kapitalerhaltung ist das Hauptziel, das Sparinvest für die Anleger verfolgt. Dies wird erreicht, indem das potenzielle Risiko des Kursrückgangs einer Anlage stets im Mittelpunkt steht. Um die Risiken des Value-Investing zu minimieren, halten wir uns an bestimmte Kapitalerhaltungsstrategien. Eine Strategie besteht darin, dass wir nur in ausgereifte globale Aktienmärkte investieren, die zuverlässige Rechnungslegungsstandards und Corporate Governance-Vorschriften eingeführt haben. Eine andere Strategie ist, dass wir Anlagen mit der breitestmöglichen Sicherheitsmarge vornehmen. Unser erfahrenes Value-Team strebt einen Mindestabschlag von 40% an, wobei höhere Abschläge vorgezogen und angestrebt werden. Zuletzt stellen wir sicher, dass alle Anlagemöglichkeiten gründlich untersucht, analysiert und die Risiken bestimmt wurden.

Eine hervorragende Leistungsbilanz

Unsere Leistungsbilanz bestätigt die Stabilität unseres Investmentprozesses und sein Potential, langfristigen Anlegern attraktive Gewinne zu ermöglichen. Ferner sind wir auch bei den einflussreichsten europäischen Ratingagenturen hoch angesehen. ■

Der Investmentprozess von Sparinvest



Value-Aktien-Strategie

Ein genauer Blick auf den Investmentprozess

Bei der Suche nach Value-Aktien sind exakte Analysen erforderlich. Die wahre Finanzlage eines Unternehmens kann nur festgestellt werden, wenn sachkundige Analysten die Bilanz und geschäftlichen Rahmendaten prüfen. Das Investmentverfahren von Sparinvest besteht aus vier Phasen, in denen die Daten mit gründlichen Bottom-up-Analysen ausgewertet werden:

1) Vorauswahl

Die erste Verfahrensphase ist quantitativer Art. Sie erfordert die Prüfung von ca. 22.000 potenziellen Aktien, um zu bestimmen, welche unseren Value-Kriterien entsprechen. Wir beschränken unsere Suche nach Value auf entwickelte Märkte, deren politisches Risiko gering ist. Dabei halten wir nach Faktoren Ausschau, die darauf hinweisen, dass der Aktienkurs des Unternehmens unter dem „Substanzwert“ liegt. Unsere Value-„Signale“ umfassen niedrige Verhältniszahlen beim Kurs-Buchwert (Price-to-Book, P/B), bei den Unternehmensmultiplikatoren (Enterprise Multiples, EM), beim EV/EBITDA (Enterprise value to earnings before interest, taxes, depreciation and amortization, d.h. dem Verhältnis von Unternehmenswert zum Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen), beim Kurs-Gewinn (Price-to-Earnings, P/E), beim Kurs-Cashflow (Price-to-Cash-Flow, P/CF) und beim Verhältnis Nettoverschuldungsgrad relativ zum Eigenkapital (Net Debt-to-Equity, NDE). Des Weiteren halten wir Ausschau nach gesunden Bilanzen, niedriger Fremdfinanzierung oder versteckten Informationen.

2) Analyse

Durch unsere erste Auswahl erhalten wir ca. 100 Unternehmen, die weiterer Untersuchungen würdig sind. Zu diesem Zweck erstellt unser erfahrenes Analyse- und Fondsmanager-Team detaillierte Berichte für diese Unternehmen. Anhand dieser Informationen stellt das Investmentteam wiederum eine Liste der Unternehmen zusammen, über die wir sowohl frei zugängliche Informationen (Jahresberichte, Websites und Mitteilungen an die Anleger) als auch solche Finanzinformationen einholen, welche noch ausgewertet werden müssen. Wir führen betriebswirtschaftliche Wertpapieranalysen durch und prüfen Einkommensteuererklärungen und Bilanzen. Das interne Research wird mit dem Research anderer Analysten (soweit verfügbar) verglichen.

3) Bewertung (Bestimmung des „Substanzwerts“)

In dieser Phase versuchen wir, den „Substanzwert“ des Unternehmens zu bestimmen, der auch unser geplanter Verkaufspreis ist. Wir bestimmen diesen Wert (d.h. den Preis, den das Unternehmen bei einer Ausgliederung oder einem Verkauf als laufendes Unternehmen erzielen könnte) und den Wert der Vermögenswerte des Unternehmens und kalkulieren seine langfristige „Ertragskraft“. Unsere Datenbank mit mehr als 400.000 Übernahmetransaktionen in verschiedenen Branchen und den effektiv bezahlten Preisen hilft uns, vergleichbare Transaktionswerte zu ermitteln. Nachdem wir den Substanzwert kalkuliert haben, prüfen wir, ob die Aktien des Unternehmens mit einem zugkräftigen Disagio gehandelt werden (wir suchen nach einem Mindestdisagio von 40%). Wenn dies der Fall ist, nehmen wir die Anlage vor. Wenn nicht, stufen wir sie als Zielaktie ein und prüfen sie täglich.

4) Überwachung des Portfolios

Um eine Risikosteuerung zu gewährleisten, bestehen unsere Portfolios in der Regel aus ca. 100 Unternehmen. Wir prüfen unsere Zielaktien und Portfolioaktien weiterhin täglich, um Kauf- oder Verkaufssignale zu erfassen. Unsere Portfolio-Manager sollen keinen bestimmten Leitindex nachbilden. Zum internen Risikomanagement und

Value-Aktien-Strategie

Zusammenfassung

zur internen Risikokontrolle halten wir uns beim Management der Rendite und des Investmentstils an eine „Return-Based Style Analysis“ (RBSA) und achten darauf, dass unser Investmentstil nicht von der reinen Value-Strategie abweicht. Wir legen viel Wert darauf, unser „Haus in Ordnung zu halten“. Alle Daten, die wir bei der Durchführung des Investmentverfahrens sammeln, werden elektronisch gespeichert und sind das Eigentum der Anleger von Sparinvest. Wenn ein Fondsmanager das Unternehmen verlässt, bleiben die Informationen zurück. ■

Die Ziele von Sparinvest beim Value-Investing sind:

- das Kapital unserer Anleger zu erhalten, indem wir das Risiko eines Kursrückgangs abwägen, bevor wir einen potenziellen Kursaufschwung in Erwägung ziehen;
- für Anleger die langfristige überdurchschnittliche positive Rendite zu generieren;
- unsere Value-Investmentphilosophie stets diszipliniert einzuhalten;
- das Unternehmen und nicht nur die Aktie zu kaufen.

Unsere umsichtige Einstellung gegenüber Risiken und unser Festhalten an einer tiefgreifenden Analyse der Rahmendaten eines Unternehmens sorgen dafür, dass wir unseren Anlegern einen gewissen Grad an Sicherheit (wie z.B. während der Dotcom-Blase gegen Ende der 1990er Jahre) bieten können.

Bestätigung der Vorteile unseres Investmentverfahrens:

- unsere Erfolgsgeschichte;
 - unsere Ratings bei den einflussreichsten europäischen Ratingagenturen;
 - unser Erfolg bei der Auswahl von Unternehmen, die anschließend von anderen Unternehmen oder Kapitalgebern übernommen wurden, die ihren Substanzwert auf dieselbe Weise identifizierten. Ungefähr ein Drittel der in unseren Portfolios vertretenen Unternehmen hat das Portfolio aufgrund von Übernahmen verlassen.
-

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 Fonds jederzeit bei Sparinvest oder bei den berechtigten Vertriebsstellen 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 aus der Schweiz ist: RBC Dexia Investor Services Bank S.A., Esch-sur-Alzette, Zweigniederlassung Zürich, Badenerstrasse 567, Postfach 101, CH-8066 Zürich. Quelle: Sparinvest S.A.; Morningstar; Standard & Poors und Bloomberg zum jeweils angegebenen Datum.