

Sparinvest SICAV Global Value EUR R

Morningstar Kategorie Index
MSCI World Free Value NR USD

Morningstar Qualitatives Rating™



- Exzellent
- Gut**
- Standard
- Schwach
- Ungünstigend

Werner Hedrich
Morningstar Analyst

Key Points

Fondsmanagement: Rasmussen leitet Fonds seit 2001 mit Unterstützung eines fünfköpfigen Teams. Rasmussen hat neben Aktienwissen auch Erfahrung mit Kreditratings.

Fondsgesellschaft: Sparinvest ist ein dänischer Asset Manager mit Spezialisierung auf Value-Strategien. Eigentümer von Sparinvest sind 90 lokale Banken und Sparkassen.

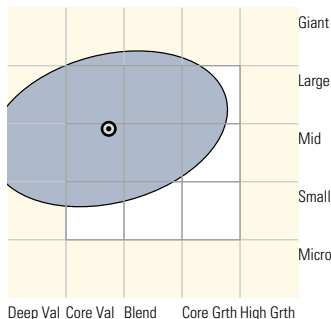
Prozess: Globaler Value Ansatz, der auch zyklische Werte und Nebenwerte ins Portfolio kauft.

Performance: Gute Performance seit Auflage, aber jüngst relative Schwäche wegen Nebenwerten und zyklischen Aktien.

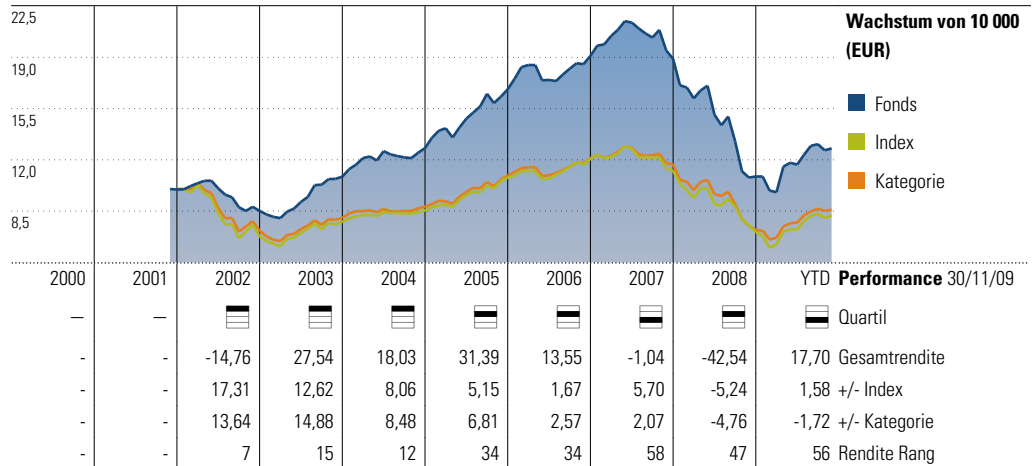
Verwaltungsvergütung: Mit einer TER von 1,9% sind die Gebühren leicht überdurchschnittlich.

Rolle im Portfolio: Basisinvestment. Dieser Fonds ist ein All Cap Mandat und deckt somit auch Mid und Small Caps ab.

Morningstar Style Box: Ownership Zone



● Centroid = weighted average of stock holdings
● Zone = 75% of fund's stock holdings
(as of 30/11/09)



Morningstar Opinion

18 Dez 2009 | Der Sparinvest Global Value schwimmt gegen den Strom. Es wird sich auszahlen.

Value Investing ist wie eine Obsterte. Die noch nicht ganz reifen Früchte aufsammeln und die mit Druckstellen oder das gar faulende Obst liegen lassen. Eine reife Frucht wird nach einiger Zeit zum Hochgenuss, die mit Druckstellen sollte man schnellstens essen. Auf das Value Investing übertragen bedeutet dies, dass man Unternehmen kauft, deren Wert andere Marktteilnehmer noch nicht erkannt haben. Deshalb notiert eine Aktie unter dem fairen Wert. Investments in Unternehmen mit Druckstellen sind bei dieser Strategie fast unvermeidbar – man muss dies nur früh genug erkennen und die Aktie wieder abstoßen. In der besten aller Welten hat man möglichst wenige Unternehmen mit Druckstellen gekauft, was auf sehr gutes Research hinweist.

Jens Moestrup Rasmussen verfolgt mit Erfolg seit zehn Jahren diese Investmentstrategie. Unterstützt wird er von einem jungen Team mit Erfahrungen bei Kreditratings. Das Analysieren von Bilanzen mit Wissen aus dem Rating-Geschäft ist sicher ein Plus. CIO Rasmussen war früher Teil des Vorstands von Sparinvest. Er trat zurück, damit er sich voll dem Investieren und dem Aufbau der Datenbank widmen kann. Diese Entscheidung gefällt uns, weil Rasmussen nicht eine klassische Management Karriere anstrebt, sondern das Investieren in den Vordergrund stellt. Sinnvoll erscheint uns auch, dass Rasmussen einen Japan-Spezialisten eingestellt hat.

Denn Japan spielt in dem Fonds eine erhebliche Rolle. 27% der Gelder sind in japanischen Aktien investiert. Rasmussen gefallen die soliden Bilanzen, Geschäftsmodelle, Produkte und das wichtigste für einen Value Investor: die Bewertung. Sie muss im Falle von Rasmussens Ansatz mindestens 40% unter dem vom Team errechneten fairen Wert liegen. Der Fonds folgt keinen Benchmarkvorgaben und steigt auch bei Small und Mid Caps ein. Mehr als 20% des Portfolios sind in zyklischen Industriewerten wie MAN oder der Reederei A.P. Möller Maersk angelegt. Bei Zyklikern wie MAN hilft Rasmussen eine hauseigene Merger & Acquisitions Datenbank bei der Einschätzung, wieviel Wettbewerber in einem normalen konjunkturellen Umfeld bereit wären, für das Unternehmen zu zahlen.

Dass diese Strategie nicht risikolos ist, zeigt der Maximum Drawdown. Hätten Anleger zum ungünstigsten Zeitpunkt in den Fonds investiert, wären im Tiefpunkt mehr als die Hälfte der Anlagen verloren gegangen. Das Exposure in zyklischen Aktien und Nebenwerten hat den Fonds während der Finanzkrise hart getroffen. 2009 läuft der Fonds nicht richtig mit, weil Qualitätsunternehmen eine nicht so starke Rallye hinlegen konnten wie Pleitebanken und Unternehmen mit wenig Substanz. Der langfristige Track Record des Fonds ist hingegen unbestreitbar.

Der Fonds hat einiges zu bieten. Wir sind zuversichtlich, dass die Strategie in den kommenden Jahren wieder ihre Überlegenheit ausspielen wird und vergeben das Rating "Gut".

Morningstar Kategorie™ Aktien weltweit Standardwerte Value
Benchmark des Fonds 100% MSCI World NR USD
Auflagedatum 14/12/2001

ISIN LU0138501191
Domizil Luxemburg
Rechtsform/UCITS SICAV
Fondswährung EUR
Fondsvolumen EUR 745,91 Mill

Sparinvest SICAV Global Value EUR R

Morningstar Kategorie Index

MSCI World Free Value NR USD

Manager	Jens Rasmussen
Manager seit	14/12/01
Ø Zugehörigkeit	8,04
Ø Jahre an	9,6
Berufserfahrung	
Längste Zugehörigkeit	8,04

Weitere Fonds des Managers:
European Value, Value Aktier (DK)

Anzahl der Analysten Fünf Analysten

Fondsgesellschaft
Sparinvest Luxembourg

Gesamtes verwaltetes Vermögen	12,2 Mrd. Euro
Gesamtes verwaltetes Vermögen in der Strategie	2,6 Mrd. Euro

Anzahl der Holdings	90-120
Größte Position	rund 3%
Geringste Gewichtung	0,2%
Erw. Tracking Error	Keiner
Erw. Turnover (Portfolioumschlag)	Keiner
Sektorrestriktionen	Keine
Geografische Restriktionen	Keine
Taktischer Einsatz von Kasse	Nein
Hedging	Nicht hedged
Benchmark des Fonds	100% MSCI World NR USD

Fondsmanagement

Jens Moestrup Rasmussen hat an den Kapitalmärkten schon mehrere Zyklen erlebt. Zudem bringt Rasmussen Erfahrung von der Fremdkapitalseite mit. Er arbeitete vor seiner Zeit als Aktienfondsmanager als Ratinganalyst für die dänische Agentur KBO. Der Blick auf Bilanzen mit der Brille eines Kreditanalysten ist beim Value Investing sicherlich ein Vorteil. Rasmussen startete 1997 bei Sparinvest, 2001 übernahm er die Verantwortung für den Global Value Fonds und die Führung des Sparinvest Aktienteams. Neben dem Sparinvest Global Value managt Rasmussen das dänische Pendant Value Aktier und den SICAV European Value. Unterstützt wird Rasmussen von einem fünfköpfigen Reseachteam, was mit Jahrgängen 1973 und 1977 auf den ersten Blick jung erscheint. Der zweite Mann an Board Kasper Billy Jacobsen hat

auch für die Ratingagentur KBO gearbeitet und startete 2000 bei Sparinvest als Anleiheverwalter. Die anderen Mitglieder wurden zwischen 2004 und 2007 eingestellt und haben Erfahrungen in der Rechnungslegung, der Industrie oder bringen Sprachen mit. So heuerte 2007 David Orr an, der vorher für Daiwa Securities in London japanische Aktien verkaufte und fließend japanisch spricht. Wir halten solche weiche Faktoren für sehr wichtig. Vor allem, wenn man das starke Gewicht japanischer Titel im Fonds betrachtet. In den letzten Jahren gab es einiges an Fluktuation im Team (zwei Analysten wechselten intern, einer unterschrieb bei einer Private Equity Gruppe), was wir mit gemischten Gefühlen sehen. Grundsätzlich ist der Prozess arbeitsteilig und teamorientiert. Rasmussen ist über seinen Pensionsplan in den Global Value investiert.

Fondsgesellschaft

Der dänische Vermögensverwalter Sparinvest gehört gemeinschaftlich 90 Banken und Sparkassen. Dabei darf kein Aktionär mehr als 15% der Stimmrechte halten. Zudem werden rund 10% von den Mitarbeitern gehalten, die diese Anteile durch ein Insentivierungsprogramm erhalten. Die flexible Vergütung im Fondsmanagement hängt an der Evaluierung der Performance über ein, drei und fünf Jahre und weichen Faktoren. 2008 wurden wegen der starken Verluste keine Boni gezahlt. Auf diese Weise sitzen Manager, Analysten und Sparer in einem Boot.

CIO Jens Moestrup Rasmussen war früher Teil des Vorstands von Sparinvest. Er trat zurück, damit er sich voll dem Investieren, Modellieren und dem Aufbau der Datenbank widmen kann. Diese Entscheidung gefällt uns, weil sie zeigt, dass für Rasmussen nicht eine klassische Karriere im Asset Management anstrebt, sondern das Investieren im Vordergrund steht. Die Aufbereitung der Informationen auf der Webpage und der Newsletter für Anleger geht weit über das hinaus, was andere Asset Manager als Informationen zur Verfügung stellen. Sparinvest bietet in Europa Value und eine High Yield Strategien an.

Investmentansatz

„Wir kaufen das Unternehmen und nicht die Aktie“ lautet das Motto des Value-Ansatzes von Sparinvest. Dabei steht nicht das mögliche Potential an erster Stelle, sondern die möglichen Verluste (Downside Risk). Die Unternehmen werden global anhand einer Datenbank mit Hilfe von 35 Kennziffern ausgesucht, die mögliche Unterbewertungen induzieren. Danach machen die Analysten sich an die Arbeit: Bilanzanalyse, Geschäftsmodell und Wettbewerbsanalyse. Notiert ein Unternehmen 40% unter dem von den Analysten errechneten intrinsischen (fairen) Wert, dann werden Positionen aufgebaut. Der Abschlag auf den fairen Wert kann viele Gründe haben. Die Einzelteile eines Unternehmens können mehr Wert sein als das Ganze (break up value), eine zyklische Unterbewertungen, versteckte Werte in der Bilanz oder eine Restrukturierung.

Bei zyklischen Unterbewertungen wie 2008 hilft Rasmussen ein Blick in die eigene Merger & Acquisitions Datenbank. Hier kann man sehen, was Wettbewerber in der Industrie für eine Übernahme unter normalen konjunkturellen Umständen bereit sind zu zahlen (EV/ EBITDA etc.). Diese Investments machen den Fonds volatiler als viele Vergleichsfonds, weil Rasmussen bei zyklischen Aktien zugreift, wenn sie keiner haben will. Der Ansatz investiert langfristig, Aktien werden meist drei bis fünf Jahre gehalten. In der Regel werden pro Jahr 10-15 Aktien neu ins Portfolio aufgenommen und die gleiche Zahl verkauft oder bei Übernahmen und Delistings angedient. Der Fonds verfolgt einen All Cap Ansatz. Rasmussen investiert somit auch in Small und Mid Caps. Dieser Ansatz wird nun seit 2001 angewendet und Rasmussen schert sich nicht nach Marktlaunen. Während der Tech-Bubble hatte er keine teuren Aktien.

Sparinvest SICAV Global Value EUR R

Morningstar Kategorie Index

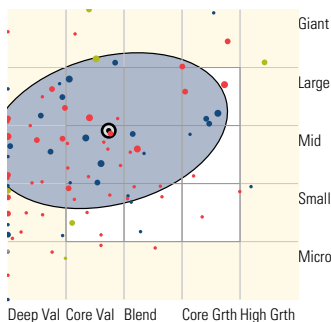
MSCI World Free Value NR USD

Value-Kennzahlen	Fonds	Rel. Kat.
Kurs/Gewinn	19,09	1,34
Kurs/Umsatz	0,32	0,50
Price/Book	0,85	0,63
Price/Cash Flow	2,11	0,53
Dividendenrendite	2,57	0,81

Growth-Kennzahlen	Fonds	Rel. Kat.
Langfristige Gewinne	5,97	0,74
historisches KGV	2,24	-0,26
Umsatz	-0,70	0,08
Cash Flow	-30,52	-90,79
Buchwert	-7,64	0,35

Ø Marktkap. EUR 3775,49 Mil

Holdings Based Style Map



● Centroid = weighted average of stock holdings
 ● Zone = 75% of fund's stock holdings
 (as of 30/11/09)

Regionen	% Aktien
Europa	62,27
Amerika	6,29
Asien	31,44

5 größte Länder	% Aktien
Japan	27,43
Deutschland	18,47
Niederlande	10,43
Grossbritannien	7,44
Frankreich	6,63

Märkte	% Aktien
Industrieländer	100,00
Schwellenländer	0,00
Nicht klassifiziert	0,00

Prozess: Portfolio

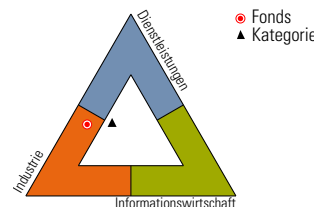
Das Portfolio ist Ergebnis der Aktienselektion. Rasmussen achtet auf keine Benchmark. Der Fonds befindet sich Ende November innerhalb der Morningstar Style Box an der Grenze zwischen Blue Chips und Mid Caps. Auf Länderebene dominieren Japan, Deutschland und die Niederlande. Diese Aufstellung weicht stark von Vergleichsfonds ab. Japanische Unternehmen sieht Rasmussen als solide finanziert an. Sie halten viel Cash, weil sie nicht auf die Refinanzierung durch Banken angewiesen sein wollen. Japanischen Unternehmen steckt immer noch der Schrecken des Immobilien- und Banken Crashes der 80er Jahre in den Knochen. Rasmussen strebt keine Ausschüttungen der internen Cashmittel an,

Asset Allokation	Assets in %	Long %	Short %	Netto%
Aktien	93,64	93,64	0,00	93,64
Anleihen	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash	6,36	0,00	0,00	6,36
Sonstige	0,00	0,00	0,00	0,00

Top Holdings	Assets in %	30-11-09
Royal DSM NV	4,01	
A.P. Møller-Maersk	3,64	
Koninklijke Philips Electronics, N.V.	3,52	
Hochtief AG	3,43	
Douglas Holding AG	3,17	
MAN SE	3,03	
Hutchison Whampoa, Ltd.	2,92	
Fraport AG	2,82	
J Sainsbury plc	2,76	
Deutsche Postbank AG	2,45	
Peugeot	2,40	
Banque Cantonale Vaudoise	2,33	
Toyota Industries Corp	2,08	
Renault	1,98	
Nippon Telegraph and Telephone Cor...	1,87	
Mitsui Sumitomo Insurance Group Ho...	1,87	
Ericsson Telephone Company	1,70	
Aioi Insurance Co Ltd	1,67	
Millennium & Copthorne Hotels PLC	1,57	
Oce Nv	1,54	
Gesamtsumme der Aktien/Anleihen	97/0	
Assets in Top 10 Positionen in %	31,76	

sondern sieht viel mehr Potential, dass solide Unternehmen in externes Wachstum außerhalb Japans investieren könnten. Die Contrarian Wette besteht somit aus der Unterbewertung japanischer Gesellschaften und der Phantasie auf externes Wachstum, das die Wahrnehmung des Marktes und somit den Wert der Aktien heben könnte. Sektorseitig hält Rasmussen nach der Krise zahlreiche zyklische Aktien wie MAN. Bei Hochtief ist die Summe der Einzelteile mehr wert als die Börsennotierung. 2009 baute Rasmussen US Aktien wie Travelers und den Landmaschinenhersteller AGCO auf. Dennoch machen die USA nur 6% im Fonds aus. Rasmussen investiert außer in Hong Kong in keine Schwellenländer, deren politisches Risiko er für nicht einschätzbar hält.

Sektoren Delta



Sektorengewichtung	% Aktien	Rel. Kat.
Informationswirtschaft	9,50	0,46
Software	0,00	0,00
Hardware	1,22	0,27
Medien	1,34	0,39
Telekommunikation	6,94	0,69
Dienstleistungen	39,29	0,97
Gesundheitswesen	0,89	0,09
Verbraucherdienste	13,15	2,76
Business Services	9,01	1,79
Finanzen	16,23	0,80
Industrie	51,21	1,32
Konsumgüter	26,09	1,95
Industriematerialien	21,10	1,89
Energie	4,02	0,40
Versorger	0,00	0,00

Sparinvest SICAV Global Value EUR R

Morningstar Kategorie Index

MSCI World Free Value NR USD

Laufende Rendite p.a. (EUR)	Fonds %	+/- Index	+/- Kat.	Rang
Rendite 3 Monate	-1,37	-1,46	-2,78	89
Rendite 6 Monate	8,31	-4,59	-3,89	88
Rendite 1 Jahr	18,49	9,46	3,66	27
Rendite 3 Jahre	-11,65	-0,51	-1,19	61
Rendite 5 Jahre	0,47	1,00	0,93	35
Rendite 10 Jahre	-	-	-	-

MPT Stat.	3 J.	Rel. Kat.	5 J.	Rel. Kat.
R2	86,67	0,99	85,35	0,98
Beta	1,05	1,11	1,06	1,09
Alpha	0,55	1,20	1,54	6,16

Vola und risikoadj. Rendite	3 J.	Rel. Kat.	5 J.	Rel. Kat.
St.abw.	20,64	1,11	17,74	1,10
Mean	-0,85	1,09	0,17	2,43
Sharpe Ratio	-0,65	0,94	-0,05	0,38
Information Ratio	-0,06	-1,00	0,12	-6,00
Treynor Ratio	-9,71	1,03	-0,03	0,03

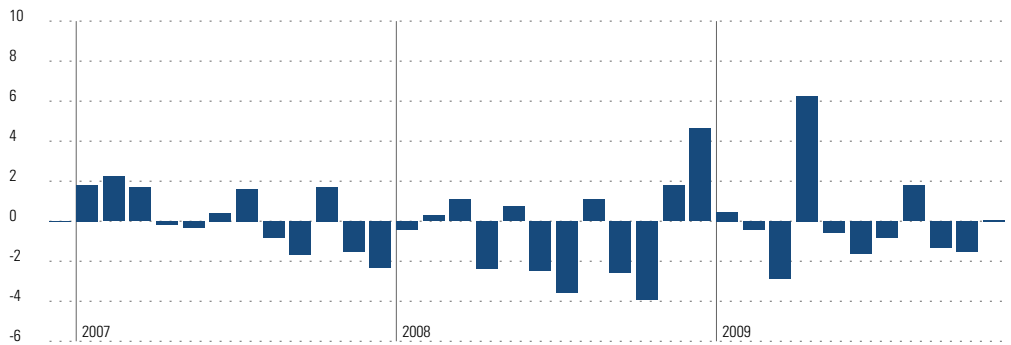
MSCI World Free Value NR USD

Performance

Die Banken- und Finanzkrise hat dem Fonds ziemlich zugesetzt. Das starke Gewicht an zyklischen Aktien aus dem Industriesektor und das Mid Cap Exposure haben wie ein Verstärker nach unten gewirkt. Die jüngere Performance der letzten sechs Monate (per Mitte Dezember 2009), die relativ zu anderen Fonds schwach aussieht, ist dem Meiden von Banken und substanzschwachen Aktien geschuldet, die einen fulminanten Rebound in der Rally hinlegten. Qualitätsunternehmen hatten in dieser Marktphase

das Nachsehen. Trotz dieser Schwächephase sieht die langfristige Wertentwicklung vielversprechend aus: Seit Auflage im Dezember 2001 bis Mitte Dezember 2009 konnte der Ansatz annualisiert 3,6% generieren, während die Kategorie Aktien weltweit Standardwerte Value und der MSCI World 0,4% und 2,2% jährlich an Wert verloren. Unterm Strich steht eine positive Performance, was in den letzten Jahren nicht vielen Aktienmarktinvestoren gelungen ist. Wir sind davon überzeugt, dass der Markt in Zukunft wieder mehr die Substanz von Unternehmen bewerten wird, was dem Ansatz von Rasmussen zugute kommen wird.

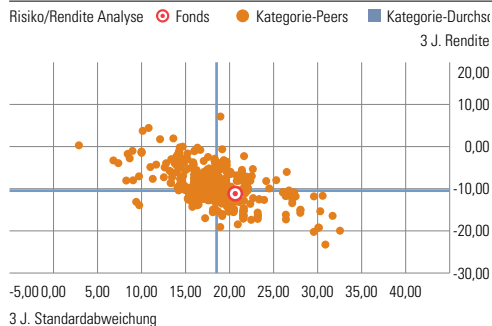
Monatliche Rendite vs Morningstar Kategorie (EUR)



Risiko & Rendite

Value Investing wird oft als risikoloses Anlegen verstanden, was natürlich nicht der Fall ist. Während der Finanzkrise hätten Anleger 54% verloren, wenn sie zum ungünstigsten Zeitpunkt gekauft hätten (Max Drawdown).

Auch Risikomaße wie Volatilität und das Morningstar Risiko dieses Fonds sind höher als bei der Kategorie oder dem Markt. Dies liegt an der Beimischung von Nebenwerten und dem antizyklischen Investieren in Industriewerte.



Morningstar Rating™ (Rel. Kat.)	Morningstar Return	Morningstar Risiko	Morningstar Rating
3 Jahre	< Ø	> Ø	★★
5 Jahre	Ø	> Ø	★★★
Rating Gesamt	Ø	> Ø	★★★

Verwaltungsvergütung

Globale Large Cap Value Mandate belasten im Schnitt 1,69%.

Ausgabeaufschlag %	3,00
Max. jährliche Verwaltungsvergütung %	1,50
TER (Gesamtkostenquote) %	1,97