



## Value-Aktien

### Inhalte

- Entwicklung der Aktienmärkte im Jahr 2009
- Marktschwankungen, Value-Investments und Risiken
- Die Fundamentaldaten unserer Positionen
- Value-Titel und Growth-Werte
- Qualität und Bewertungsniveau
- Übernahmeaktivitäten
- Regionale Gewichtungen
- Fazit

*Sehr geehrte Anlegerin, sehr geehrter Anleger,*

zwei sehr ereignisreiche Jahre mit sehr turbulenten Märkten und Wirtschaftsbedingungen liegen hinter uns. Jetzt, im Januar 2010 hat sich das Umfeld im Vergleich zum Vorjahr aber bereits deutlich verbessert. Zwar möchten wir noch nicht von einer Bodenbildung des Marktes sprechen oder Spekulationen über die Entwicklung in den nächsten Monaten anstellen – aber auch wir sehen die ermutigenden konjunkturellen Anzeichen. Vor allem beurteilen wir die Zukunftsaussichten für unsere Fonds sehr zuversichtlich, dies beruht allerdings wie üblich allein auf den Fundamentaldaten der einzelnen Positionen. Unsere Fonds haben 2009 im Allgemeinen rund 20 bis 30% zugelegt. Die Bewertungen sind mit Marktpreisen, die noch erhebliche Abschläge auf den inneren Wert bieten weiterhin äußerst attraktiv. Unserer Meinung nach könnte dies in den nächsten Jahren eine sehr gute Wertentwicklung zur Folge haben. Wie üblich versuchen wir auch diesmal nicht zu raten, wann unsere Engagements ihren inneren Wert erreichen, sondern konzentrieren uns weiter auf unseren Investmentprozess. Dadurch gewährleisten wir ein exzellentes Portfolio mit stark unterbewerteten Aktien. Wir sind davon überzeugt, dass dies die beste Vorgehensweise ist, um langfristig gute Ergebnisse zu erzielen.

### Entwicklung der Aktienmärkte im Jahr 2009

Das Börsenjahr 2008 war für die Aktienmärkte zweifellos ein hartes Jahr, weil die Finanzkrise auf die allgemeine wirtschaftliche Entwicklung übergriff und die Unternehmensgewinne einbrachen. 2009 war dann wieder eine leichte Erholung sowohl der Unternehmensgewinne als auch der Aktienkurse zu verzeichnen. Diese Erholungstendenz verlief jedoch weder reibungslos noch erfasste sie alle Branchen oder Regionen gleichermaßen. Darüber hinaus kam es am Markt mehrfach zu kurzfristigen Richtungswechseln.

Ein bedeutendes Kennzeichen der Entwicklung, das wir bereits in unseren letzten Informationen für Anleger erwähnt haben, war der „*Run auf die Verlierer*“. Als die Rettungsmaßnahmen zu greifen begannen, kamen sie jenen Unternehmen am meisten zugute, die gerade mit großen Problemen zu kämpfen hatten. Die Firmen, die dann wirklich „überlebt“ haben, verzeichneten aufgrund der allgemein großen Erleichterung zwangsläufig auch einen kräftigen Anstieg ihrer Aktienkurse. Im Gegensatz dazu blieben bei dieser Welle der Erleichterung Aktien von erfolgreichen Unternehmen mit soliden, nur gering verschuldeten Bilanzen, die kaum externe Hilfe benötigten, häufig ein wenig hinter dem breiten Markt zurück. Dieser Trend ist jedoch nur kurzfristiger Natur, denn Rettungsmaßnahmen halten nicht ewig an. Wie Warren Buffet einmal schrieb: *„Erst wenn die Flut zurückgeht, sieht man, wer nackt gebadet hat.“* Sobald sich die Bedingungen normalisieren, werden sich die Unternehmen wieder auf einem Schlachtfeld mit gleichen Waffen gegenüberstehen. Dann werden hoch qualitative Firmen mit ihren soliden Bilanzen und ihren robusten Geschäftsmodellen wieder im Vorteil sein.

Ein weiteres Charakteristikum der außergewöhnlichen Bedingungen von 2009 – wie auch von 2008 – war der Umstand, dass der „Herdentrieb“ am Markt ungewöhnlich ausgeprägt war und die Anlagehorizonte noch kürzer als sonst. Bei der Entwicklung gesamter Branchen oder Regionen hatten wir es regelmäßig mit grundlegenden, stimmungsbedingten Richtungswechseln zu tun, bei denen die langfristigen Fundamentaldaten einzelner Firmen wohl noch weniger als gewöhnlich im Fokus standen. Für Anleger wie uns, die sich auf die Selektion hoch qualitativer Unternehmen nach dem Bottom Up-Ansatz konzentrieren, haben solche Märkte sowohl Chancen als auch Ernüchterung zur Folge: die Chance, hervorragende Firmen zu Schnäppchenpreisen zu erwerben, aber auch die Ernüchterung, dass bestehende Positionen vom Markt abgestraft werden, obwohl sich ihre langfristigen Aussichten gar nicht verändert haben.

Wir halten recht hohe Gewichtungen in zyklischen Segmenten wie etwa in Industrieunternehmen oder der Konsumgüterbranche. Diese Sektoren erlebten Anfang 2009 – insbesondere in Europa – schwere Zeiten. Angesichts sinkender Einnahmen und enormer Überschusskapazitäten in ihren Produktionsstätten machten viele Firmen sogar Verluste. Wie wir bereits damals geschrieben haben, erreichten diese Aktien Börsenkurse, als gäbe es kein Morgen mehr. Bei Unternehmen mit soliden Bilanzen und einer ausgeprägten, zyklusübergreifenden Preismacht schien es sich dabei jedoch um eine eindeutig übertriebene Reaktion des Marktes zu handeln. Im weiteren Verlauf des Jahres erholten sich zyklische Titel dann wieder kräftig, und mit Blick auf das immer noch günstige Bewertungsniveau unserer Positionen sehen wir nach wie vor attraktive Entwicklungschancen.

## Marktschwankungen, Value-Investments und Risiken

Man sollte sich in Erinnerung rufen, dass der Urvater des Value-Investings – Benjamin Graham – viele seiner Grundregeln nach den Marktturbulenzen der Jahre 1929 bis 1932 entwickelt hat. Gleiches gilt auch für John Maynard Keynes, der zwar hauptsächlich als Volkswirt bekannt ist, aber auch als Investor hervorragende Ergebnisse erzielt hat. Keynes begann zunächst als Markt-Timer und nutzte kurzfristige Anstiege und Rückschläge in diversen Sektoren. Anfang der 1930er Jahre ließen ihn seine Erfahrungen dann aber zu der Überzeugung gelangen, dass es sich bei dieser Vorgehensweise um keine kluge Anlagestrategie handelt. So wandte er sich dem Value Gedanken zu. Seine Absicht war es, *„Wertpapiere zu kaufen, wenn ich mit den Vermögenswerten und der Ertragskraft eines Unternehmens zufrieden bin und der Marktpreis im Vergleich zu diesen Kennzahlen günstig erscheint“*.

Dies ist der Kerngedanke des Value-Investing: die Annahme, dass jedes börsennotierte Unternehmen sowohl einen Marktpreis hat als auch einen „inneren Wert“ – also das, was die Firma aufgrund ihrer Vermögenswerte und ihrer langfristigen Ertragskraft tatsächlich wert ist. Diese beiden Werte stimmen aber nicht immer überein, und ein Value-Anleger sieht darin einen Vorteil: Wenn der Marktpreis wesentlich niedriger ist als der innere Wert eines Unternehmens, kann er mit einer großen „Sicherheitsspanne“ investieren. So kann er beispielsweise für lediglich 40 Cent einen Gegenwert von 1 Dollar erwerben.

Wie aber soll ein Value-Anleger auf Kursschwankungen bei den Aktien reagieren, die er bereits besitzt? In *„The Intelligent Investor“* führt Benjamin Graham das Gleichnis von „Mr. Market“ an, das unserer Meinung nach immer wieder eine genaue Lektüre wert ist. Natürlich bevorzugen wir alle bei unseren Investments steigende Aktienkurse, aber was für den langfristig orientierten Anleger wirklich zählt, ist die Frage, ob der innere Wert eines Unternehmens tatsächlich noch gegeben ist. So schrieb Graham: *„Ein Anleger, der sich von ungerechtfertigten Kursrückgängen bei seinen Positionen in Panik versetzen lässt oder deswegen übermäßig besorgt ist, verkehrt seinen grundlegenden Vorteil in einen grundlegenden Nachteil.“* Mit anderen Worten: Anleger sollten sich auf die Fundamentaldaten ihrer Engagements konzentrieren und sich – sofern diese viel versprechend sind – von kurzfristigen Entwicklungen des Aktienkurses nicht über Gebühr in Unruhe versetzen lassen.

Dieser Rat hängt eng damit zusammen, wie jemand das eigene Risiko wahrnimmt. So wird das „Risiko“ von Aktien häufig darauf reduziert, wie schwankungsintensiv der Kurs einer Aktie im Vergleich zu einem Referenzindex

oder zu anderen Aktien tendiert. Die Risikoüberlegungen des Value-Anlegers konzentrieren sich jedoch eher auf den inneren Wert jeder einzelnen Position. So bringt ein Unternehmen für einen Value-Anleger sogar dann ein geringeres Risiko mit sich, wenn seine Fundamentaldaten stabil bleiben, während sein Marktpreis gleichzeitig sinkt.

Ein Beispiel: 2002 haben wir in die De Vere Group investiert. Diese Firma wurde zu einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von 0,5 gehandelt, und wir erwarben unsere ersten Aktien zu einem Kurs von 3,76 GBP. Gleichzeitig betrug der konservativ geschätzte innere Wert des Unternehmens auf Basis der Werte seiner Hotels zwischen 7,50 und 8,00 GBP. Nach unserem Einstieg sank der Aktienkurs noch einmal auf etwa 2,50 GBP, und wir kauften weitere Aktien nach. Die meisten Marktteilnehmer hätten diese Aktie wegen des Kursrückgangs als volatil und dementsprechend auch als risikoreicher eingestuft. Für uns bot diese Firma dadurch jedoch eine noch höhere Sicherheitsspanne – und deshalb auch ein vergleichsweise geringeres Risiko. Die Firma verfügte außerdem über positive Barreserven, zahlte eine Dividende und war angesichts ihres umfangreichen Immobilienbesitzes relativ moderat verschuldet. Im Juni 2006 akzeptierte das Unternehmen schließlich ein Übernahmeangebot der Immobilienfirma Richard Balfour-Lynn, der De Vere mit 8,75 GBP pro Aktie bewertete.

Wie Benjamin Graham schrieb: *„Das tatsächliche Investmentrisiko äußert sich nicht im Prozentsatz, um den der Kurs einer Aktie in einem bestimmten Zeitraum im Vergleich zum breiten Markt sinken kann, sondern in der Gefahr des Verlusts der Qualität und der Ertragskraft durch konjunkturelle Veränderungen oder durch Fehler auf Managementebene.“*

## Die Fundamentaldaten unserer Positionen

Selbstverständlich ist die Erfolgsrechnung vieler Unternehmen angesichts des schwierigen Umfelds der letzten beiden Jahre in die roten Zahlen gerutscht, während die Bilanzen gleichzeitig arg in Mitleidenschaft gezogen wurden. Aber hat dadurch auch der innere Wert dieser Firmen gelitten? Nicht zwangsläufig.

Da Value-Investing ein „Kind der Weltwirtschaftskrise“ ist, liegt möglicherweise einer seiner größten Vorzüge darin, dass diese Vorgehensweise grundsätzlich mit einer gewissen Skepsis einhergeht. Dieser Anlagestil erwartet keine rosige wirtschaftliche Zukunft, sondern akzeptiert, dass es auch zu Abschwungsphasen kommen kann. Wenn wir über Engagements in solide Unternehmen sprechen, haben wir dabei nicht nur Firmen im Auge, die niemals auch einmal schlechte Jahre erleben können. Solche Unternehmen gibt es einfach nicht. Stattdessen gehen wir davon aus, dass alle Firmen auch einmal harte Zeiten durchlaufen. Wir filtern aber jene Unternehmen heraus,

die stark genug sind, auch solche Phasen unbeschadet zu überstehen. Wenn wir den inneren Wert potenzieller Investments ermitteln, betrachten wir die Ertragskraft einer Firma über einen gesamten Konjunkturzyklus hinweg – sprich, unsere ursprünglichen Bewertungsfaktoren gelten in guten wie auch in schlechten Zeiten.

Normalerweise sollten uns Abschwungsphasen nicht überraschen. Vor allem aber sollten sie keine Verschlechterung des inneren Wertes unserer Positionen zur Folge haben. Selbstverständlich überwachen wir die Auswirkungen solcher Rückschläge genau. Allerdings verlief der jüngste Abschwung extrem, und das Geschäftsmodell einer kleinen Minderheit unserer Engagements nahm dabei ernsthaft und langfristig Schaden. Daraufhin haben wir solche Positionen geschlossen. Unser Investmentprozess akzeptiert jedoch, dass es Investments geben wird, die sich nicht auszahlen, und deswegen sind unsere Portfolios breit gestreut.

Bei der großen Mehrheit unserer Positionen sind jedoch sowohl das Geschäftsmodell als auch der innere Wert nach wie vor intakt. Diese Unternehmen profitierten von ihren soliden Bilanzen. Einige Firmen erlebten, wie Mitbewerber ihr Geschäft aufgeben mussten, was wiederum langfristig interessante Chancen eröffnen könnte. Die meisten unserer Engagements verzeichneten zwar einen massiven Rückgang ihrer Einnahmen und Gewinne, beeindruckten uns aber durch die Reaktion ihres Managements. Auf breiter Front wurden die Kosten gesenkt, wobei die Unternehmen bestrebt waren, sowohl ihre fixen als auch ihre variablen Kosten zu reduzieren. Obwohl einige dieser Kostensenkungen auch wieder zurückgenommen werden, sobald gestiegene Einnahmen dies zulassen, scheinen sich die Unternehmensleitungen ganz grundsätzlich einer in Zukunft schlankeren Kostenbasis verschrieben zu haben.

Bemerkenswert ist auch, dass solche Reaktionen in allen Regionen, in die wir investieren, zu sehen waren – auch in Japan. Es gibt zwar eine Art Klischee, dass die Firmenleitungen in Japan zu langsam reagieren, aber während dieses Abschwungs konnten wir dies weder bei unseren japanischen Positionen noch innerhalb des allgemeinen Anlagespektrums in Japan beobachten. Ende 2008 und Anfang 2009 gingen die Einnahmen massiv zurück, so dass die Gewinnmargen im ersten Quartal 2009 dramatisch einbrachen. Obwohl die Einnahmen lediglich moderat angestiegen sind, zeigen die Gewinnmargen eine rasante Erholung. Die Erträge haben die Erwartungen – jedenfalls größtenteils – übertroffen. Trotzdem bleiben die Unternehmen für die Zukunft zurückhaltend und sind nach wie vor bestrebt, die Kosten niedrig zu halten. Dies könnte bei einem Anstieg der weltweiten Nachfrage eine sehr günstige Ausgangsposition darstellen.

## Value-Titel und Growth-Werte

Ebenfalls ist es wichtig Value-Titel und Growth-Werte in einem größeren Zusammenhang zu betrachten. Unser Anlageziel besteht darin, langfristig solide Erträge zu erwirtschaften, und eine Vielzahl von Untersuchungen – sowohl historische als auch neuere – belegen, dass sich Value auf Dauer besser entwickelt als eine auf Growth-Werte ausgerichtete Anlagestrategie. Natürlich wird es immer wieder kurzfristige Phasen geben, in denen die Growth-Werte vorne liegen. So tendierte der MSCI World Growth-Index in den Jahren 2007 und 2009 fester als der World Value-Index, während 2008 beide Anlagestile nahezu gleichermaßen in Mitleidenschaft gezogen wurden.

Sollen sich Value-Anleger also von einigen wenigen Jahren, in denen Growth-Werte überdurchschnittlich tendieren, verunsichern lassen? Sicherlich nicht. Solche Phasen sind immer wieder zu erwarten und ändern nichts daran, dass Value-Titel langfristig gesehen die überlegene Anlageklasse sind. Darüber hinaus ist es wichtig, nicht in die „Spekulationsfalle“ zu tappen, indem man solche Phasen timen möchte: denn auf lange Sicht beeinträchtigen die Risiken eines solchen Markt-Timings die Erträge des Anlegers. Die Untersuchung von sieben Value-Fondsmanagern, die von Warren Buffet als „Super-Investoren“ eingestuft werden, durch Eugene Shahan, förderte einige interessante Ergebnisse zutage. Shahan erkannte, dass diese sieben Manager sowohl den Dow Jones- als auch den S&P 500-Index auf lange Sicht zwar übertroffen haben, zwischenzeitlich aber auch immer wieder kurzfristige Phasen unterdurchschnittlicher Ergebnisse hatten. Selbst bei einer Betrachtung der historischen Entwicklung lässt sich also beobachten, dass es kaum Möglichkeiten gibt, den Zeitpunkt richtig zu bestimmen, zu dem solche kurzen Phasen einer unterdurchschnittlichen Tendenz einsetzen oder enden. Mit anderen Worten: Der sicherste Weg, um von der langfristig überdurchschnittlichen Entwicklung dieser Titel zu profitieren, wäre eine Kaufen-und-Halten-Strategie („Buy-and-Hold“) gewesen.

## Qualität und Bewertungsniveau

Wirft man einen Blick auf einige Bewertungsmerkmale und Finanzkennzahlen unserer Positionen, so geben diese unserer Meinung nach einen guten Hinweis auf die Qualität unserer Portfolios. Wie üblich finden Sie spezielle Informationen zu jedem Fonds in den jeweiligen Fonds-Updates. Nehmen wir jedoch einfach den Global Value Fund als Beispiel. Obwohl die Bewertungen natürlich ebenso angestiegen sind wie zuletzt auch die Aktienkurse, sind sie nach wie vor extrem attraktiv. Betrachtet man die Engagements einmal in ihrer Gesamtheit, um den Fonds sozusagen als eine einzige

Aktie darzustellen, so wird diese zu einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von lediglich 0,97 gehandelt, während die gleiche Kennzahl des MSCI World-Index 2,11 beträgt. Auf Basis der Gewinne wird der Fonds zu einem EV/EBITDA (Kennzahl für die Ertragskraft) von 3,3 – auf Grundlage der Gewinnprognosen für 2009 von Bloomberg sowie zu 2,7 – basierend auf den Gewinnprognosen für 2010 gehandelt. Im Gegensatz dazu wird der MSCI World-Index unter diesen Aspekten mit 8,2 bzw. 7,1 bewertet. Die Finanzstärke des Portfolios ist ebenfalls eindrucksvoll. So liegt die Nettoverschuldungsquote des Fonds bei 25%, wohingegen sie für den Index 62% beträgt. Gleichzeitig weist der Fonds ein Verhältnis immaterielle Vermögenswerte/Eigenkapital von 17% im Gegensatz zu 53% beim Index auf.

## Übernahmeaktivitäten

Das Umfeld für M&A-Aktivitäten war stets ein bedeutender Faktor für unsere Fonds. Nach der Übernahme des deutschen IT-Unternehmens IDS Scheer im letzten Quartal, in dem wir positioniert waren, gab der global agierende Elektronik-Riese Canon zuletzt ein Übernahmeangebot für die niederländische Firma Océ ab, die in allen unseren Value-Fonds vertreten ist. Wir gehen darauf in den jeweiligen Fonds-Updates noch detaillierter ein, aber es ist grundsätzlich ermutigend, dass Unternehmen überhaupt wieder andere Firmen kaufen. Unserer Meinung nach ist diese Transaktion außerdem ein weiteres gutes Beispiel dafür, wie japanische Unternehmen ihre Bilanzstärke nutzen, um international zu expandieren.

Zwar intensivieren sich die Übernahmeaktivitäten allmählich wieder, ihr normales Niveau haben sie aber noch lange nicht erreicht. Die Zahl wird aber zwangsläufig zunehmen, da sich die wirtschaftliche und die finanzielle Lage entspannen. Seit Ende 2009 haben viele Unternehmen weltweit ihre M&A-Aktivitäten im Wesentlichen eingefroren, um so ihre liquiden Mittel zu sichern und die Krise zu überstehen. Inzwischen haben einige dieser Firmen ihre Investitionstätigkeit wieder aufgenommen. Dabei betreiben sie nicht nur einen „Schaufensterbummel“, sondern halten konkret nach potenziellen Übernahmezielen Ausschau. Finanzakteure auf der Käuferseite – wie beispielsweise Private Equity-Fonds – werden vermutlich mehr Zeit benötigen, um wieder in jenem Maße Kaufaktivitäten zu betreiben, wie es in den letzten Jahren der Fall war. Im Laufe der Jahre haben wir recht viel Erfahrung mit der Übernahme von Firmen gesammelt, in denen wir positioniert waren, und können sagen, dass sich in unserem aktuellen Portfolio einige extrem attraktive Objekte sowohl für Firmen als auch für Finanzakteure befinden. Darüber hinaus ist zu berücksichtigen, dass eine Vielzahl unserer Positionen ihre soliden Bilanzen auch dazu nutzen können, selbst andere Unternehmen zu übernehmen, indem sie ihre

Barreserven einsetzen, um so von der Notlage ihrer Mitbewerber zu profitieren und günstig Anteile an solchen Firmen zu erwerben. Unserer Meinung nach werden sich bei vielen unserer derzeit gehaltenen Positionen in den nächsten Jahren einige sehr spannende M&A-Gelegenheiten bieten – sei es auf der Käuferseite oder als Übernahmeziel.

## Regionale Gewichtungen

Bei unseren global ausgerichteten Fonds sind wir nach wie vor in hohem Maße in Europa und Japan investiert, während wir in Nordamerika ein lediglich niedriges Engagement halten. Das ist aber keine strategische Top Down-Entscheidung. Wir betreiben bei unserem potenziellen Anlagespektrum weltweit einen strengen Analyseprozess nach dem Bottom Up-Prinzip und investieren in die viel versprechendsten Titel. Unsere regionalen Gewichtungen sind schlicht und einfach die Folge dieses Prozesses. Deshalb hängt das Ausmaß unserer Positionierung in den nächsten Jahren davon ab, wo und in welchen Sektoren wir die attraktivsten Anlagechancen identifizieren.

Selbstverständlich umfasst unsere Analyse einzelner Unternehmen auch volkswirtschaftliche und externe Faktoren, die Einfluss auf diese Firmen haben. Bei der Ermittlung des inneren Wertes gehen wir im Allgemeinen von konservativen Annahmen aus und engagieren uns nur dann, wenn der Marktpreis für uns deutlich unter dem inneren Wert eines Unternehmens liegt. In welcher Region wir auch investieren, die Unternehmen sind nicht darauf angewiesen, durch positive volkswirtschaftliche Szenarien gestützt zu werden. Unsere umfangreichen Engagements in Europa und Japan halten wir nicht allein deshalb, weil wir das volkswirtschaftliche Umfeld in diesen Regionen besonders zuversichtlich einschätzen. Ebenso hat die geringe Gewichtung in den Vereinigten Staaten nichts mit einer besonders negativen Einschätzung der dortigen Konjunktur zu tun.

Darum können unsere Länder- und Branchengewichtungen deutlich von den Referenzindizes abweichen, was sich natürlich stark auf unsere kurzfristigen Wertentwicklungsergebnisse gegenüber diesen Benchmarks auswirken kann. Unserer Meinung nach ist es jedoch wichtig, dass unser Investmentprozess nicht von der kurzzeitigen Stimmungslage für oder gegen eine bestimmte Region oder Branche bestimmt wird. Wie bereits erwähnt sind wir trotz eines extremen Pessimismus und niedriger Aktienkurse seit 2009 vergleichsweise stark in europäischen Industrieunternehmen engagiert, die im weiteren Verlauf des Jahres kräftig zulegen konnten. Japan ist ein weiteres Beispiel für eine hohe Gewichtung als Folge unseres Value-Prozesses. Während des Großteils des Jahres zählte der japanische

Aktienmarkt unter den Industrienationen zu den erfolgreichsten Börsenplätzen weltweit. Ab Herbst gaben japanische Aktien nach, und bis zum Jahresende hatte sich der MSCI Japan-Index deutlich schwächer entwickelt als der MSCI World. Für uns ist diese kurzfristige Tendenz auf vielerlei Art und Weise zu erklären und wir sehen diverse mögliche Katalysatoren für eine Trendwende. Als Value-Anleger konzentrieren wir uns allerdings auf alles andere als auf solch kurzfristig relevanten Überlegungen.

Wir sind im Hinblick auf eine bestimmte Region weder sehr optimistisch („bullish“) noch sehr pessimistisch („bearish“) gestimmt. Für uns zählen allein die individuellen Faktoren, die unsere einzelnen Positionen beeinflussen. Betrachtet man das allgemeine volkswirtschaftliche Umfeld in Japan hinsichtlich seiner Auswirkungen auf unsere Einzeltitelpositionen in diesem Markt, lassen sich sowohl positive als auch negative Einflussfaktoren erkennen. Und natürlich werden diese auch bei der Ermittlung des inneren Wertes unserer regionalen Investments berücksichtigt. Darüber hinaus möchten wir darauf hinweisen, dass Japan in den letzten Jahren – wie alle Regionen – Phasen mit einer deutlich überdurchschnittlichen Tendenz sowie Zeiten unterdurchschnittlicher Ergebnisse verzeichnet hat. Während des gesamten letzten Jahrzehnts verlief die Wertentwicklung dieser Region aber fast analog zu der des MSCI World-Index und übertraf dabei sogar die Tendenz des US-Marktes. Wir stellen an Japan oder an anderen Regionen, in denen wir stark engagiert sind, nichts so Einzigartiges fest, das uns dazu veranlassen würde, von unserem strengen Bottom Up-Fokus abzuweichen und uns stattdessen von der jeweiligen Stimmungslage am Markt bestimmen zu lassen.

## Fazit

Ende des Jahres 2009 gibt es viel Positives zu berichten. Trotz der Zuwächse aus dem letzten Jahr sind unsere Fonds günstig bewertet und verfügen weiterhin über beträchtliches Aufwärtspotenzial. Wir identifizieren mindestens vier eindeutige Faktoren, die unsere Fonds im vergangenen Jahr belastet haben und die in Zukunft durchaus als positive Katalysatoren fungieren könnten. Trotzdem werden wir natürlich nicht versuchen, die möglichen Entwicklungen im kommenden Jahr genau vorherzusagen.

Erstens: 2009 war ein Börsenjahr, in dem sich Growth-Werte besser entwickelten als Value-Titel. Dies ist unserer Auffassung nach jedoch kein Grund zur Sorge. Es gibt immer wieder kurze Phasen, in denen Growth-Werte überdurchschnittlich tendieren. Auf lange Sicht bleibt es aber dabei: Value-Titel bieten solidere Erträge. Zweitens wurden die M&A-Märkte von der Krise hart getroffen, und obwohl sie allmählich wieder anspringen, haben sie

noch nicht wieder ihre volle Fahrt aufgenommen. Unsere Fonds boten sowohl Finanzakteuren als auch anderen Unternehmen stets reiche „Jagdgründe“, und auch unsere aktuellen Portfolios beinhalten unserer Meinung nach viele attraktive Übernahmeobjekte. Der dritte Faktor ist Japan, das sich in den letzten Monaten des Jahres 2009 unterdurchschnittlich entwickelte. Unserer Meinung nach gibt es diverse mögliche Erklärungen für diese jüngste Schwäche Japans sowie gleichzeitig diverse potenzielle Auslöser für eine mögliche Trendwende. Wir als Value-Anleger konzentrieren uns jedoch nicht primär auf solche Faktoren. Wir behalten vielmehr unsere Investments in allen Regionen sowie die volkswirtschaftlichen Faktoren, die diese beeinflussen, stets genau im Auge und beurteilen ihre Aussichten weiterhin zuversichtlich: die inneren Werte sind stabil. Zum Schluss müssen wir uns in Erinnerung rufen, dass 2009 ein Jahr war, in dem der Faktor Qualität nicht immer belohnt wurde. Schwache Unternehmen legten aufgrund der Erleichterung, dass sie überhaupt überlebt haben oder gerettet werden konnten, zu – während gering verschuldete Firmen, die keine Hilfe benötigten, vom Aktienmarkt oft vernachlässigt wurden. Sobald sich die allgemeine Lage aber wieder normalisiert, wird sich Qualität auch wieder durchsetzen. Davon werden erfolgreiche und finanzstarke Unternehmen profitieren. Während des extremen Rückgangs im Jahr 2008 sowie bei der Erholung in 2009 konzentrierte man sich nicht besonders stark auf die Qualität einzelner Titel. Wir wissen aber, dass hochwertige Firmen auf lange Sicht vom Markt belohnt werden.

Die historische Entwicklung lässt vermuten, dass es sich kaum lohnt, den genauen Zeitpunkt zu bestimmen, an dem Aktien ihren inneren Wert erreichen werden. Auch hier bei Sparinvest haben wir keine Kristallkugel. Wir sind aber fest davon überzeugt, dass Anleger auf lange Sicht nicht gut beraten sind, wenn sie sich von der jeweils aktuellen Stimmungslage am Markt beeinflussen lassen. Stattdessen sind wir geduldig und halten an unserem disziplinierten Fokus auf unseren Investmentprozess fest. Denn wir wissen, dass sich sowohl der Investmentprozess als auch die diesem Prozess zugrunde liegende Value-Anlagephilosophie auf lange Sicht bewährt haben. Deshalb arbeiten wir bei unserem Screening-Prozess und der Firmenanalyse mit dem Bottom Up-Ansatz, und ermitteln den inneren Wert anhand der zyklusübergreifenden Ertragskraft sowie der tatsächlichen Vermögenswerte. Wir investieren nur in Unternehmen, deren Marktpreis deutlich unter ihrem inneren Wert liegt. Anleger in unseren Fonds halten deshalb ein breit gestreutes Portfolio hochwertiger Unternehmen mit einer soliden Wertentwicklungshistorie und robusten Finanzen, die für die nächsten Jahre günstig positioniert sind. Auf lange Sicht beurteilen wir die Aussichten für unsere Fonds zuversichtlich.

Mit freundlichen Grüßen

**Jens Moestrup Rasmussen**  
Lead Portfolio Manager  
8. Januar 2010

## Sparinvest Value Team



**Jens Moestrup Rasmussen**  
Lead Portfolio Manager



**David Orr**  
Portfolio Manager



**Kasper Billy Jacobsen**  
Lead Portfolio Manager



**Jeroen Bresser**  
Equity Analyst



**Per Kronborg Jensen**  
Senior Portfolio Manager



**Trine Uggerhøj**  
Equity Analyst

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 in 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.