



Value-Aktien

Inhalte

- Bilanzprobleme werden verlagert
- Unternehmensbilanzen: Wann und warum ist eine niedrige Verschuldung hilfreich?
- Erholung der Investitionsausgaben sowie der M&A-Aktivitäten
- Value- und Wachstumswerte und Gedanken zu Referenzindizes
- Qualität der Portfolios
- Schlussfolgerungen

Sehr geehrte Anlegerin, sehr geehrter Anleger,

beim Value-Investing dreht sich vieles um den Faktor Beständigkeit: Bewahren Sie einen kühlen Kopf und Ihre langfristige Perspektive, auch wenn um Sie herum extremer Pessimismus oder aber übertriebene Zuversicht herrschen. Derzeit – im April 2010 – ist man weltweit durchaus positiver gestimmt als in vielen vorangegangenen Quartalen. Obwohl es Anzeichen gibt, dass die Konjunkturerholung mittlerweile etwas an Fahrt verloren hat, geht es grundsätzlich wohl in die richtige Richtung. Natürlich kann man bei einem Blick in die Presse manchmal das Gefühl bekommen, dass die Welt nur von einer Krise in die nächste taumelt. Zuletzt waren es Griechenland und die negativen Folgen der dortigen Ereignisse auf Europa, die die Schlagzeilen bestimmt haben. Wir möchten den Ernst dieser Vorfälle zwar nicht herunterspielen, im Zusammenhang betrachtet sind diese Tendenzen jedoch vielfach notwendig, um die Auswirkungen der Kreditkrise zu verarbeiten. Möglicherweise handelt es sich dabei nicht gerade um angenehme Entwicklungen, aber es sind allesamt Schritte nach vorn. Wir werden im weiteren Verlauf dieser Informationen für Anleger noch einmal darauf zurückkommen.

Vor allem stimmen uns die fundamentalen Entwicklungen unserer Positionen zuversichtlich. Im ersten Quartal 2010 haben die Fonds im Allgemeinen positive Wertentwicklungsergebnisse vorgelegt – worauf wir in den einzelnen Fonds-Updates natürlich detaillierter eingehen. Am viel versprechendsten sind unserer Meinung nach jedoch das günstige Bewertungsniveau sowie die hohe Qualität unserer Portfolios. Wir möchten darauf hinweisen, dass unsere Engagements an den europäischen Märkten im ersten Quartal mit beträchtlichen Schwierigkeiten zu kämpfen hatten, weil sich die Probleme Griechenlands auf den gesamten Kontinent auswirkten. Wir haben jedoch keine Verschlechterung der zugrunde liegenden Fundamentaldaten unserer Positionen festgestellt. Nachfolgend möchten wir

erläutern, warum wir zuversichtlich sind, dass sich unsere Investments in den nächsten Jahren erfreulich entwickeln werden – und zwar unabhängig davon, ob sich der Weg der Weltwirtschaft heraus aus der Krise als ein einfacher oder ein steiniger erweist.

Bilanzprobleme werden verlagert

In den letzten Wochen wurden die Schwierigkeiten Griechenlands bei der Refinanzierung seiner beträchtlichen Staatsschulden und der Verringerung seines hohen Jahresfehlbetrags ganz genau analysiert. Diese Entwicklung hat zwangsläufig auch negative Auswirkungen auf andere europäische Länder, weil man sich um die Kosten eines möglichen Rettungspakets für den Euroraum insgesamt Sorgen macht. Der eher barsche Spitzname „PIGS-Staaten“ für Portugal, Italien (oder Irland), Griechenland und Spanien – jene europäischen Länder, deren Volkswirtschaften als vergleichsweise schwach angesehen werden – war dem Markt bereits seit einer Weile geläufig. Zuletzt fand man ihn jedoch in jeder Schlagzeile, und es grassierten zunehmend Spekulationen, welches Land dem bedauernswerten Beispiel Griechenlands wohl folgen wird.

Griechenland hatte aber bereits seit langem mit diesen Problemen zu kämpfen, denn die Weltwirtschaftskrise hat die Staatsbilanzen lediglich noch weiter in die roten Zahlen getrieben. In vielen Fällen sind die momentanen Schwierigkeiten dieses Landes jedoch bezeichnend für die zuletzt zu beobachtende Verlagerung von Bilanzproblemen aus dem privaten in den öffentlichen Sektor. Ende 2008 wurde die Welt dann von einer globalen Konjunkturkrise erfasst, denn die Gewinne brachen ein und der Unternehmensbereich geriet massiv unter Druck – insbesondere Firmen mit einem schwächeren Vermögensbestand oder einer hohen Verschuldung. Viele dieser Unternehmen erhielten schließlich externe Hilfe – üblicherweise von ihren Banken oder in Form staatlicher Notfallmaßnahmen. (Wir sind bereits in früheren Informationen für Anleger auf den darauffolgenden „Run auf die Verlierer“ eingegangen, bei dem sich die Anleger wieder scharenweise in sehr schwachen Firmen engagierten, bei denen das Risiko bestanden hatte, dass sie pleite gehen würden.) Daraufhin gaben die Staaten Milliardenbeträge aus, um den Privatsektor zu stützen – sei es nun durch direkte Finanzspritzen und Kredite, öffentliche Investitionsprojekte oder mittels anderer Maßnahmen. Die Bilanzprobleme wurden vom Privatsektor auf die öffentliche Hand verlagert. Obwohl die Schwierigkeiten Griechenlands diese Entwicklung stark in

den Fokus gerückt haben, besteht unserer Auffassung nach aber kein Grund zur Panik. Solch schnelle Hilfe in Form von staatlichen Rettungspaketen hat jedoch stets auch beträchtliche Auswirkungen auf die Staatsfinanzen der kommenden Jahre – man kann die Kreditkrise eben nicht von heute auf morgen überwinden.

Diese Besorgnisse haben sowohl eine Abwertung des Euro als auch eine grundlegende Skepsis des Marktes gegenüber europäischen Anlagen zur Folge gehabt. Von den bedeutenden regionalen Aktienindizes hat sich der MSCI Europe-Index 2010 bisher am schwächsten entwickelt. Natürlich wurden dadurch auch die Ergebnisse unseres European Value Fund sowie unserer globalen Fonds, die in europäischen Aktien vergleichsweise stark investiert sind, etwas beeinträchtigt. Wir machen uns darüber aber keine übermäßigen Sorgen. Auf kurze Sicht kann diese Tendenz nämlich sowohl positive als auch negative Auswirkungen haben: So kann beispielsweise ein schwacher Euro die Gewinne europäischer Exportunternehmen beflügeln.

Wie wir aber immer wieder betonen, liegt unser Hauptaugenmerk als disziplinierte Value-Anleger in erster Linie auf den langfristigen operativen Fundamentaldaten unserer Positionen. Trotz des zuletzt in den europäischen Schlagzeilen vorherrschenden Untergangsszenarios geben uns unsere europäischen Engagements viel Anlass zur Zuversicht. Dabei konzentrieren wir uns nicht so stark darauf, ob in einem einzelnen Quartal – oder sogar in einem einzelnen Jahr – besonders gute oder besonders schlechte Gewinne erzielt werden. Vielmehr schauen wir uns Veränderungen innerhalb der Gewinnstruktur, des Vermögensbestands oder des Geschäftsmodells einer Firma ganz genau an. Es ist zwar ein Klischee, dass „Krise“ auch ein Synonym für „Chance“ ist, aber viele unserer Engagements haben diesen Umstand bestätigt: Eine Reihe von Firmen nutzt ein schwieriges Umfeld, um strikte Maßnahmen zu ergreifen und sich dadurch zu restrukturieren und Kosten zu senken. Oftmals werden solche Unternehmen unseres Erachtens nach dann sogar mit einem noch stärkeren Geschäftsmodell aus einer Krise hervorgehen.

Das Gewinnumfeld in Europa oder in anderen Regionen ist aber nach wie vor keinesfalls einfach – und die Hoffnungen einiger Unternehmen, dass sie durch eine rasche Konjunkturerholung letztlich gerettet werden, könnten sich durchaus als Fehleinschätzung erweisen. Wie wir im Folgenden noch erörtern werden, ist es momentan eher unwahrscheinlich, dass eine plötzliche

Welle von Unternehmensinvestitionen kurzfristig eine Erholungstendenz auslöst. Wir sind jedoch zuversichtlich, dass unsere Engagements sehr günstig aufgestellt sind, um sowohl von einer lediglich schrittweisen als auch von einer kräftigen Erholung zu profitieren. Außerdem eröffnen kurzfristige Schwächephasen in Regionen oder Branchen, in die wir investieren, häufig auch Möglichkeiten, viel versprechende Anlageideen herauszufiltern oder in bereits bestehenden Positionen zuzukaufen. Die einzelnen Veränderungen, die wir innerhalb unserer Portfolios vorgenommen haben, werden in den jeweiligen Fonds-Updates erläutert.

Unternehmensbilanzen: Wann und warum ist eine niedrige Verschuldung hilfreich?

Wir haben der Einstellung von Firmen in Bezug auf Soll und Haben schon immer große Aufmerksamkeit geschenkt. Das eine Extrem sind Unternehmen, die kaum Barreserven haben und denen die Schulden bereits bis zum Hals stehen. Mit einer solchen auf hohen Schulden beruhenden Strategie kann sich das Management in Boom-Phasen zwar als heldenhaft erweisen, allerdings ist diese Vorgehensweise riskant und schränkt den Handlungsspielraum in schweren Zeiten stark ein. Das andere Extrem sind schuldenfreie Firmen, die enorm viel Liquidität horten. Geld ist grundsätzlich aber ein Betriebsmittel, und man möchte nicht, dass eine Firma ihre überschüssigen Ressourcen auf Dauer zurückhält und niemals einsetzt.

In der Realität liegt der optimale Ansatz sicherlich irgendwo zwischen diesen beiden Extremen. Viel hängt dabei vom Geschäftsmodell eines spezifischen Unternehmens sowie von der Branche ab, in der es agiert. Außerdem spielen die gerade vorherrschenden wirtschaftlichen Bedingungen eine große Rolle – es ist also auch eine Frage der jeweiligen Phase des Konjunkturzyklus. In Zeiten eines Wirtschaftswachstums muss man häufig Kredite aufnehmen, um Expansionsaktivitäten zu finanzieren. Wie sagt man so schön? *„Man muss Geld ausgeben, um Geld zu verdienen.“* In schlechten Zeiten muss man den Gürtel dann aber natürlich wieder enger schnallen. Zweifellos haben viele Unternehmen im letzten Jahr bereits ihre Lagerbestände reduziert und ihre Investitionsausgaben gesenkt, wodurch sie Barreserven aufbauen konnten.

Worauf kommt es uns also bei potenziellen Investments an? Wir schätzen Firmen, die finanziell stark genug sind, um dieser konjunkturellen Wellenbewegung zu trotzen – und die gleichzeitig über das Potenzial verfügen, Chancen

zu nutzen, wenn sich diese bieten. Unserer Meinung nach ist es wichtig, dass das Management flexibel auf sich verändernde äußere Bedingungen reagiert. Allerdings sollte selbst in guten Zeiten eine angemessene „Notfallreserve“ gehalten werden.

Trotzdem müssen die letzten beiden Jahre wohl auch für vorsichtige Firmeninhaber, deren umsichtiges Management und deren solide Bilanz ihr Unternehmen vor der Krise bewahrt haben, bisweilen recht frustrierend gewesen sein. Zunächst mussten sie mit ansehen, wie schwächere Mitbewerber von Banken oder von Staatsseite aus ihrer Notlage befreit wurden. Dann hatten diese Rettungsmaßnahmen zur Folge, dass die Staatshaushalte – wie etwa in Griechenland – unter Druck gerieten, was wiederum Besorgnisse um die regionalen Volkswirtschaften und die Entwicklung der Währungen auslöste. Zugegebenermaßen werden die Ereignisse hier sehr vereinfacht dargestellt, aber man kann dem Inhaber eines solch gut geführten Unternehmens mit umfangreichen Barreserven nicht verdenken, wenn er sich fragt: *„Womit habe ich das verdient? Ist das der Dank für eine ordentliche Bilanz?“*

Zunächst sollte man sich in Erinnerung rufen, dass viele hoch verschuldete Unternehmen trotz der Hilfe von außen irgendwann auch ihre Zeche zahlen müssen. Man bekommt im Leben schließlich nichts geschenkt.

Darüber hinaus – und dies ist möglicherweise von noch größerer Bedeutung – spielt die Kapitalausstattung in den unterschiedlichsten Phasen des Unternehmenszyklus auch eine jeweils andere Rolle. Während eines massiven Abschwungs kann eine gering verschuldete Bilanz einer Firma dabei helfen, zu überleben. Wenn die Nachfrage jedoch sinkt, ist das Gewinnumfeld für alle Unternehmen gleichermaßen schlecht, so dass man eine Firma, die der Krise aus eigener Kraft getrotzt hat, kaum von einer anderen, der Notfallmaßnahmen zugute gekommen sind, unterscheiden kann.

Betrachtet man dann aber den nächsten Abschnitt des Konjunkturzyklus – also die Erholungstendenz oder die expansive Phase – werden die Vorteile einer soliden Bilanz offensichtlich. Geht ein Unternehmen mit einer gut gefüllten „Kriegskasse“ aus einem Abschwung hervor, fällt es ihm leichter, seine Lagerbestände wieder aufzubauen, seine Investitionsausgaben deutlich zu steigern, M&A-Aktivitäten zu forcieren und geschäftliche Chancen zu nutzen. Demgegenüber verfügen Firmen, die eine hohe Schuldenlast tragen und stark von Banken oder

staatlicher Hilfe abhängig sind, über geringere Reserven und damit auch insgesamt über einen eingeschränkteren Handlungsspielraum. Vielen dieser Unternehmen sind möglicherweise die Hände durch Kreditklauseln gebunden, oder sie müssen zusätzliche Finanzierungsquellen an den Aktienmärkten suchen. Unserer Meinung nach sollten gut geführte, gering verschuldete Firmen günstig aufgestellt sein, um in den nächsten Jahren von einer wieder anziehenden Nachfrage zu profitieren.

Erholung der Investitionsausgaben sowie der M&A-Aktivitäten

Natürlich müssen wir uns in Erinnerung rufen, dass wir uns hier gewissermaßen in einer Zwickmühle befinden. Solange die Investitionsausgaben nicht auf breiter Front ansteigen, ist eine ausgeprägte Konjunkturerholung kaum vorstellbar.

Während der Krise haben viele Unternehmen ihre Lagerbestände und ihre Investitionsausgaben auf ein absolutes Minimum heruntergefahren, um so ihre Kosten zu senken und eine Barreserve aufzubauen. Einige Beobachter hoffen vielleicht darauf, dass die Investitionsausgaben der Unternehmen nun rasch wieder anziehen und so zu einer schnellen Konjunkturerholung beitragen. Wir setzen jedoch durchaus keine Hoffnungen in ein solches Szenario. Bei unseren Gesprächen mit den Firmen, in denen wir investiert sind, äußern sich diese grundsätzlich eher zurückhaltend, obwohl sie eindeutig über die erforderlichen Reserven für die Investitionen verfügen, die sie für angebracht halten. Zwar sitzt das Portemonnaie dieser Unternehmen inzwischen wieder etwas lockerer als noch 2009, aber ein ausgeprägter Kaufrausch steht noch lange nicht bevor. Möglicherweise wird der nächste Abschnitt des Zyklus bei den Unternehmensausgaben – sei es nun im Hinblick auf Investitionen oder in Bezug auf M&A-Aktivitäten – deshalb zumindest anfänglich von einem gewissen Konservatismus geprägt sein. Dies gefällt uns sogar eigentlich recht gut. Anstatt eines so genannten „Boom-and-Bust“-Zyklus massiver Unternehmensausgaben, nach dem die Firmen dann aber wieder dringend sparen müssen, würden wir es bevorzugen, wenn die Unternehmen besonnener agieren – nicht um jeden Preis expandieren, sondern die Profitabilität sowie das Bilanzrisiko bei ihren Investitionen immer genau im Auge behalten.

Was bedeutet dies nun für die M&A-Märkte? Viele Unternehmen, mit denen wir in Kontakt stehen, berichten uns, dass sie bereits wieder M&A-Aktivitäten in Erwägung ziehen, nachdem solche Überlegungen auf

dem Höhepunkt der Krise praktisch völlig ausgeschlossen waren. Häufig sprechen sie in diesem Zusammenhang aber davon, zukünftig „selektiver“ vorzugehen. Wir haben deshalb nicht den Eindruck, dass die M&A-Märkte sehr kurzfristig wieder anziehen werden. Unserer Meinung nach kann sich ein solches Umfeld für unsere Portfolios, in denen sowohl auf Käufer- als auch auf Übernahmeseite eine Vielzahl von M&A-Kandidaten vertreten ist, als günstig erweisen. Die Finanzstärke unserer Positionen hat außerdem zur Folge, dass diese Firmen vorteilhaft aufgestellt sind, um Chancen zur Übernahme von Mitbewerbern zu ergreifen. Gleichzeitig gehen wir davon aus, dass viele unserer Engagements angesichts eines M&A-Umfelds, in dem man sich mittlerweile wieder auf die Vermeidung übermäßiger Risiken konzentriert, zu viel versprechenden Übernahmekandidaten werden. Im Rahmen unseres Investmentprozesses haben wir sowohl auf Bilanzenebene als auch darüber hinaus stets sorgfältig und konservativ nach Tücken wie einem übertrieben hoch angesetzten Firmenwert, hohen Pensions- und Mietverbindlichkeiten, Eventualverbindlichkeiten und ähnlichen Faktoren Ausschau gehalten. Daraus hat sich ein Portfolio von Unternehmen mit sehr soliden Vermögensbeständen ergeben, die gleichzeitig auf einem attraktiven Bewertungsniveau gehandelt werden.

Value- und Wachstumswerte und Gedanken zu Referenzindizes

In unserer letzten Information für Anleger hatten wir das Thema relative Wertentwicklung von Wachstumswerten und Value-Titeln bereits kurz angeschnitten. Wir haben darauf hingewiesen, dass es durchaus kurze Phasen gibt, in denen Wachstumswerte überdurchschnittlich tendieren, obwohl eine Vielzahl von Untersuchungen belegt, dass Value-Titel Wachstumswerten auf lange Sicht überlegen sind. Greift man zur Orientierung auf die Klassifizierung von Value-Titeln und Wachstumswerten von MSCI zurück, so erkennt man, dass der Zeitraum zwischen 2007 und 2009 weltweit betrachtet eine jener Phasen war, in der Wachstumswerte überdurchschnittlich tendierten. Zweifellos gibt es dabei Unterschiede auf regionaler Ebene: So entwickelten sich Value-Titel sowohl in Europa als auch in Japan 2009 besser, in den USA aber deutlich schwächer. 2010 haben Value-Titel bisher zwar sowohl in den USA als auch in Japan die Führung übernommen, nicht aber in Europa.

Obwohl es durchaus interessant ist, diese Trends im Auge zu behalten, sollte man sich davon nicht ablenken lassen: Was für uns letztlich den Ausschlag gibt, ist schlicht und einfach die langfristige Überlegenheit der

Anlageklasse Value-Titel. Denn im Grunde handelt es sich bei dieser ausgezeichneten Anlageklasse ja um unser Investitionsspektrum.

Abgesehen davon machen wir uns um Indizes oder Benchmarks nicht allzu viele Gedanken. Für uns bedeutet Value-Investing nicht, uns von Indizes vorschreiben zu lassen, nur in jene Aktien zu investieren, die von Indizes auf quantitativer Basis als „Value-Titel“ eingestuft werden. Unser Investmentprozess beruht vielmehr auf einer qualitativen, fundamentalen Analyse und lehnt sich damit stark an die klassische Definition von Value-Investments nach Benjamin Graham und David Dodd an. Die Methode, mit der Indexklassifizierungen erfolgen, kann sich außerdem ändern, so dass eine Aktie, die heute noch als „Value-Titel“ gilt, im nächsten Jahr bereits als „Wachstumswert“ eingestuft wird. Wir versuchen, uns von solchen Umklassifizierungen nicht beirren zu lassen. Stattdessen konzentrieren wir uns auf unseren disziplinierten Investmentprozess und halten nach deutlich unterbewerteten Aktien Ausschau, die zu einem beträchtlichen Abgeld auf ihren inneren Wert gehandelt werden.

Diese Diskussion wirft ein Schlaglicht auf die grundsätzlichere Problematik Indizes und Benchmarks. In dieser Branche kommt man um Benchmarks kaum herum. Obwohl wir uns an die Gepflogenheiten unserer Branche halten, indem wir bestimmte Referenzindizes angeben, an denen sich die Ergebnisse unserer Fonds messen lassen, müssen wir aber betonen, dass wir uns bei unserem Investmentprozess nicht an Referenzindizes orientieren. Wir richten unser Hauptaugenmerk nicht auf die relativen Erträge, sondern möchten auf längere Sicht hohe positive Renditen erzielen. Häufig wird außerdem das Investmentrisiko mit dem Tracking Error im Vergleich zu einem Referenzindex gleichgesetzt. Wir halten eine Aktie aber nicht von vornherein für risikoärmer, nur weil ihre Kursentwicklung stark mit der eines Index übereinstimmt. Sogar ein ganzer Index kann durchaus ein überhöhtes Risiko aufweisen, wenn beispielsweise eine gesamte Anlageklasse durch eine Liquiditätsblase bestimmt wird. Zweifellos kann es in gewisser Weise trösten, Teil einer Herde zu sein, aber im Endeffekt wird das Risiko dadurch nicht geringer. Es ist nicht weniger gefährlich, von der Klippe zu stürzen, nur weil die Lemminge beschlossen haben, es gemeinsam zu tun.

Wie wir bereits in unserer letzten Information für Anleger erläutert haben, betrachten wir das Risiko aus einer grundlegenden Perspektive: die Gefahr eines dauerhaften Kapitalverlusts aufgrund einer Verschlechterung der

Qualität der Vermögenswerte oder des Geschäftserfolgs einer unserer Positionen. Entscheidend ist also das Risiko eines Verfalls des inneren Wertes unserer Engagements. Unsere Aufgabe besteht darin, das Kapital unserer Anleger langfristig zu schützen und zu mehren, und wir sind davon überzeugt, dass dieses Ziel am besten durch die disziplinierte Umsetzung unseres konservativen Value-Prozesses erreicht werden kann.

Qualität der Portfolios

Dieser konservative Value-Prozess hat Portfolios von Aktien mit einer robusten Ertragskraft, soliden Bilanzen und günstigen Bewertungsniveaus zur Folge. Wie üblich sind wir der Meinung, dass bereits ein kurzer Blick auf einige der Bewertungs- und Finanzkennzahlen unserer Positionen ausreicht, um sich einen guten Überblick über deren Qualität zu verschaffen. Detaillierte Daten zu jedem Fonds finden Sie zwar in den jeweiligen Fonds-Updates, aber wir möchten den Global Value Fund einmal als ein Beispiel heranziehen. Würde man aus dem Zahlenmaterial zu unseren Positionen ein fiktives Unternehmen bilden, so würde diese Firma zu einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von lediglich 0,99 gehandelt. Bei den Gewinnen würde das Verhältnis EV/EBITDA (Kennzahl für die Ertragskraft) auf Basis der von Bloomberg für 2010 erwarteten Gewinne bei 3,1 liegen. Unter Berücksichtigung der für 2011 prognostizierten Gewinne läge diese Kennzahl dann sogar bei lediglich 2,7. Die durchschnittliche Bilanz ist mit einem Nettoverschuldungsgrad im Verhältnis zum Eigenkapital von lediglich 28% (gegenüber 55% im MSCI World-Index) solide. Gleichzeitig liegt das Verhältnis immaterielle Vermögenswerte/Eigenkapital bei nur 17% (im Vergleich zu 51% im Index). Wir beurteilen die Qualität unserer Positionen sowohl im Hinblick auf ihre Bilanzen als auch bezüglich der Robustheit ihrer Geschäftsmodelle weiterhin zuversichtlich.

Schlussfolgerungen

Der Trend eines „Runs auf die Verlierer“ wurde in unseren letzten Informationen für Anleger bereits häufiger thematisiert. Wir als Value-Anleger, die auf Grundlage des Bottom Up-Ansatzes agieren, bevorzugen Firmen mit soliden Bilanzen und nachhaltigen Geschäftsmodellen, denen die umfangreichen Liquiditätsspritzen in die Aktienmärkte in geringerem Maße zugute gekommen sind als etwa schwächeren Unternehmen.

Nehmen wir ein Beispiel. Der Finanzsektor – insbesondere in den USA und Europa – hat 2009 von dieser Entwicklung am meisten profitiert. Für Anleger wie uns,

die stark in der japanischen Versicherungsbranche engagiert sind, war dies zeitweise frustrierend. Obwohl kein einziger japanischer Versicherungskonzern während der Krise staatliche Hilfe in Anspruch nehmen musste, blieben die Kurse dieser Aktien während der anschließenden Erleichterungsrallye deutlich hinter denen ihrer Pendanten aus den westlichen Industrienationen zurück. Kurz gesagt: Qualität wurde nicht belohnt.

Im ersten Quartal 2010 haben wir dann jedoch erste Anzeichen dafür erkannt, dass Qualität wieder gefragt ist. Die Diskussionen um Basel III und Solvency II standen wieder ganz oben auf der Agenda. Anleger in Finanzwerten sicherten sich die Kursgewinne aus dem letzten Jahr, und die „Schrott-Rallye“ bei Finanztiteln verlor etwas an Fahrt. Unsere Fonds wurden davon aber kaum beeinträchtigt. Im Gegenteil, denn die von uns gehaltenen japanischen Versicherer verzeichneten im ersten Quartal allesamt solide Kurszuwächse. Darüber hinaus lenkte der 11 Mrd. USD schwere Börsengang von Dai-ichi Life die Aufmerksamkeit der Anleger wieder auf diesen Sektor. Obwohl wir uns in Kompositversicherern und nicht in Lebensversicherern wie Dai-ichi Life engagieren, richtete sich der Fokus des Marktes dank dieses größten Börsengangs seit zwei Jahren wieder auf die gegenüber ihren globalen Mitbewerbern vergleichsweise attraktiven Bewertungen japanischer Versicherungsunternehmen. Zwar hatten wir nicht erwartet, dass dieser Börsengang die Aktienkurse unserer Positionen nach oben treiben würde, aber er zeigte uns erneut, dass wir uns nicht allzu viele Sorgen um kurzfristige Kursschwankungen machen sollten. Es sind die Fundamentaldaten und das Bewertungsniveau, mit denen wir uns tagtäglich beschäftigen.

Nach einer Phase wie dem Zeitraum zwischen dem dritten Quartal 2007 und dem ersten Quartal 2009, in dem unser Investmentprozess nicht die vielleicht erhofften Erträge zur Folge hatte, kommen natürlich einige Fragen hinsichtlich unseres Investmentprozesses und unserer Anlagephilosophie auf. Innerhalb der Branche konzentriert man sich stark auf kurzfristige Ergebnisse: Es gibt den unaufhörlichen Wunsch nach „guten Geschichten zum Weitererzählen“. Unserer Meinung nach ist ein solcher Ansatz aber der schlimmste Feind von Value-Anlegern und der Erwirtschaftung langfristig hoher Erträge. Beim Value-Investing geht es nicht darum, eine brandheiße Story zu erzählen, die sich leicht verkaufen lässt, weil der breite Markt und die Presse gerade der gleichen Auffassung sind. Im Gegenteil: Bei uns dreht sich stets alles um die

Fundamentaldaten und das Bewertungsniveau, um den Kauf von Unternehmen mit hoher Ertragskraft und soliden Bilanzen, die zu einem Abgeld gehandelt werden, sowie – was manchmal am schwierigsten ist – um Geduld.

Man sollte kontinuierlich, und nicht erst nach einer zwischenzeitlich unterdurchschnittlichen Wertentwicklung, bestrebt sein, einen Investmentprozess zu optimieren. Vielmehr sollte man täglich, das ganze Jahr, und zwar sowohl in Hoch- als auch in Tiefphasen, an der Verbesserung des Prozesses arbeiten. Deshalb wird es niemals so etwas wie eine endgültige Version unseres Investmentprozesses geben – weil dieser Status einfach nicht existiert. Wir müssen stets neugierig und bestrebt sein, immer intelligenter zu agieren, ohne gleichzeitig von unseren Grundprinzipien wie dem 40%-igen Abgeld und der soliden Bilanz, die für uns so entscheidend sind, abzurücken.

Anfang 2010 gibt es für uns viele Gründe, zuversichtlich zu sein. Wie bereits erwähnt ist das niedrige Bewertungsniveau unserer Portfolios attraktiv, und auch die Tatsache, dass die von uns gehaltenen Firmen nach wie vor über Optimierungsspielraum verfügen, stimmt uns optimistisch. Wir sind davon überzeugt, dass dies in Verbindung mit den positiven Auswirkungen intensiverer M&A-Aktivitäten auch in den nächsten Jahren ein für die Wertentwicklung unserer Fonds entscheidender, positiver Faktor sein wird.

Mit freundlichen Grüßen

Jens Moestrup Rasmussen

Lead Portfolio Manager

12. April 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.