



## Deep Value-Investing: Kommt jetzt wieder die große Zeit von Rasmussen?

Der Artikel erschien im März 2010 unter dem Titel „Rasmussen on a roll: A new Era for Deep Value Investing?“ auf [www.citywireglobal.com](http://www.citywireglobal.com).  
Von Philip Haddon, International Online Editor, Citywireglobal.com

**Jens Moestrup Rasmussen von Sparinvest ist ein bekennender Value-Anleger. Zwar litt auch er unter der Kreditkrise, aber es sieht so aus, als könnte er vor einem Comeback stehen. Wir analysieren seine Aussichten.**

In vielen Lebenssituationen ist Hartnäckigkeit nicht gerade ein Charakterzug, der für Beliebtheit sorgt – dies gilt aber ganz gewiss nicht beim Value-Investing. Und nur wenige europäische Fondsmanager sind so hartnäckig wie Jens Moestrup Rasmussen von Sparinvest.

Rasmussen, der Manager des Sparinvest Global Value Fund, bezeichnete sich selbst einmal als „Dinosaurier“. Damit meint er wohl sein absolutes Festhalten an den Grundprinzipien, die er mit Persönlichkeiten wie Benjamin Graham und Warren Buffett teilt.

Seine Anlagestrategie ist einfach: Er investiert ausschließlich in Unternehmen, die zu einem Abgeld von mindestens 40% auf ihren inneren Wert gehandelt werden. Dabei hält Rasmussen nach unterbewerteten Firmen hoher Qualität Ausschau, die gleichzeitig über konkrete Katalysatoren verfügen, damit sich dieser innere Wert realisiert.

Ein solcher Value-Ansatz wurde während der Kreditkrise aber abgestraft und hatte für Rasmussen die seltene Phase einer unterdurchschnittlichen Wertentwicklung zur Folge. Sein Value-Glaube wurde zwar auf den Prüfstand gestellt, aber ihm zufolge wurde seine Grundüberzeugung nicht erschüttert.

„Wenn sich Value-Titel drei Jahre lang unterdurchschnittlich entwickelt haben, fällt es Value-Anlegern natürlich besonders schwer, an ihrer Investmentstrategie und ihrem Anlagestil festzuhalten“, so Rasmussen.

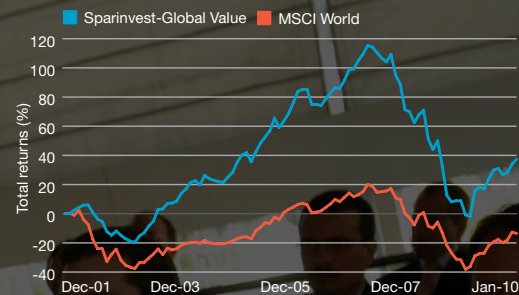
In den vergangenen drei Jahren hat der Sparinvest Global Value Fund 30,8% eingebüßt, während der MSCI World-Index 24,3% verloren hat. Aber Rasmussen hat seine Positionen in dieser Phase nicht grundlegend verändert, weil sein durchschnittlicher Anlagehorizont mehr als vier Jahre beträgt.

Vergleicht man die Top 10-Positionen von Ende 2007 mit denen von Ende Januar 2010, so sind fünf von diesen zehn Titeln identisch. Dazu zählen auch die momentan größte Gewichtung, der dänische Industriekonzern AP Moeller-Maersk, sowie das Engagement im niederländischen Elektronikriesen Philips.

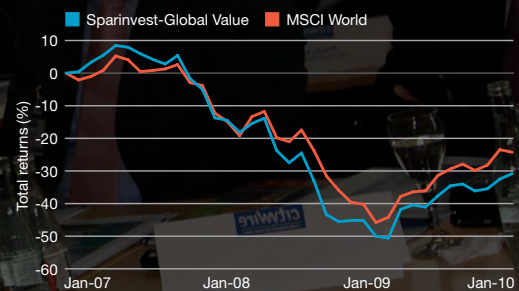
Rasmussen greift auf ein Bewertungsraster von Graham & Dodd zurück, das er auf ein Anlagespektrum von 21.500 Aktien mit einer Marktkapitalisierung von mindestens 200 Mio. EUR anwendet. Dabei berücksichtigt er eine Vielzahl von Kriterien wie ein niedriges Kurs-Buchwert-Verhältnis, eine geringe Nettoverschuldungsrate im Vergleich zum Eigenkapital sowie Kennzahlen, die einen Hinweis auf den inneren Wert eines Unternehmens geben.

Rasmussen ist der Meinung, dass das aktuelle Bewertungsniveau seines Portfolios so günstig ist wie seit 1997 nicht mehr. Darüber hinaus geht er davon aus, dass die Wertentwicklungsdifferenz zwischen Wachstumswerten

STRONG LONG TERM PERFORMANCE since launch  
2001-2010



THREE YEARS OF VALUE UNDERPERFORMING  
2007-2010



**Sparinvest**



und Value-Titeln in den nächsten Jahren weiter schrumpfen wird.

„2009 hatten wir es eher mit einer Erleichterungsrallye zu tun als mit einer Erholungstendenz, die wirklich auf den Fundamentaldaten beruht“, erklärt er. „Es gab einen ‚Run auf die Verlierer‘. Dabei wiesen viele Aktien, die kräftig zulegten, schwächere Bilanzen auf und gehörten nicht gerade zu den Titeln, die sich in der Vergangenheit durch Ertragskraft ausgezeichnet haben.“

In seinem Portfolio ist derzeit eine Vielzahl solch solider, gering verschuldeter Unternehmen vertreten, die in der nächsten Phase des Marktzyklus seiner Meinung nach belohnt werden. Er vertritt die Auffassung, dass sich Value-Titel tendenziell dann überdurchschnittlich entwickeln, wenn Volkswirtschaften aus einer Rezession heraustreten. Außerdem erwartet er, dass auch M&A-Aktivitäten die Wertentwicklung seines Fonds in den nächsten Jahren positiv beeinflussen werden.

„In der nächsten Runde werden Unternehmen mit soliden Bilanzen, die in der Vergangenheit nachweislich hohe Gewinne erwirtschaftet haben, entweder Konsolidierungen forcieren oder andere Firmen übernehmen. Wir sind derzeit in 100 Titeln engagiert, die allesamt günstig bewertet sind. Welche dieser Unternehmen könnten aber Übernahmeziele sein? Die meisten von ihnen. Und falls nicht, sind sie zumindest stark genug, um eine Konsolidierung in ihrem jeweiligen Segment voranzutreiben.“

Momentan bereitet er sich auf ein Wiederanziehen der M&A-Aktivitäten vor. Dafür verfügt er über eine Datenbank, in der mehr als 400.000 Firmenübernahmen dokumentiert sind und die ihm dabei hilft, den Wert von Unternehmen im Falle einer Übernahme zu ermitteln.

Aber für den Dänen bietet sich derzeit eine Vielzahl von Anlagechancen.

„Uns gefallen Blue Chips, uns gefallen Small Cap-Firmen, wir schätzen Vermögenswerte und Ertragskraft. Im

Augenblick bieten sich massenhaft Gelegenheiten, preiswerte Aktien zu erwerben“, führt er aus.“

Was bei seinem aktuellen Portfolio sofort auffällt, ist die Tatsache, dass er seine größte Ländergewichtung in Japan hält, denn er ist an diesem Markt mit 27,8% investiert. Laut Rasmussen hat dieses Engagement seine Wertentwicklungsergebnisse Ende 2009 zwar belastet, aber er ist davon überzeugt, dass die von ihm ausgewählten Aktien auf längere Sicht kräftig ansteigen werden.

„Diese Titel haben es mir nicht nur deswegen angetan, weil es japanische Aktien sind, sondern vielmehr weil

sie auf Basis ihrer Ertragskraft und ihrer Vermögenswerte preiswert sind – und genau danach suchen wir“, sagt er. „Japan ist einer der Märkte, an dem man die ausgeprägtesten Value-Effekte beobachten kann – denn hier hat sich die Value-Benchmark über Jahrzehnte hinweg besser entwickelt als der allgemeine Referenzindex.“

In Japan ist Rasmussen auf Länderebene am stärksten gewichtet. Danach folgen Deutschland mit 16% und die Niederlande mit 10%. Er gibt Europa und Japan also den Vorzug vor den USA, wo er lediglich ein vergleichsweise geringes Engagement von 7% hält. Zuletzt ist

diese Position zwar von ursprünglich 4% angestiegen, doch ganz grundsätzlich sorgt sich Rasmussen um die in den USA gängigen Bilanzierungsmethoden sowie um die Bilanzstärke der dortigen Unternehmen.

Auf Branchenebene hält er seine höchsten Übergewichtungen in den Segmenten Industrie (29,5%) und Luxusgüter (26,7%). Im Finanzsektor ist er mit 15% engagiert, während Energietitel lediglich 4% des Fondsvolumens repräsentieren. In den Branchen Gesundheitswesen und Telekommunikation sind sogar jeweils weniger als 2% der Mittel des Fonds investiert.

Rasmussen gehört zu einer kleinen Elite von Managern in Europa, die sich dem Value-Investing verschrieben haben und unerschütterlich daran festhalten. Möglicherweise hält innerhalb des globalen Aktiensektors nur noch die

*„Uns gefallen Blue Chips, uns gefallen Small Cap-Firmen, wir schätzen Vermögenswerte und Ertragskraft. Im Augenblick bieten sich massenhaft Gelegenheiten, preiswerte Aktien zu erwerben“.*

Jens M. Rasmussen



Investment-Boutique Bestinver von Francisco Parames in Madrid in vergleichbarer Weise an diesen Grundprinzipien fest.

Doch im Gegensatz zum globalen Fonds von Bestinver, dem Bestinver Internacional, der sich 2009 hervorragend entwickelt hat, legte Rasmussen im letzten Jahr nur vergleichsweise moderate Ergebnisse vor.

Ich bin zwar der Auffassung, dass Rasmussen noch einiges aufzuholen hat, aber die Qualität der Einzeltitelpositionen seines Fonds könnte sich meiner Meinung nach bald auszahlen.

### Citywire-Urteil:

Für Investoren auf der Suche nach einem globalen Value-Manager ragt Rasmussen aufgrund seines beständigen Anlagestils sowie seines langfristigen Investmentansatzes nach wie vor als einer der Manager heraus, die derzeit am Markt die überzeugendsten Anlageoptionen bieten.

Philip Haddon, Citywire

## THEN & NOW

### RASMUSSEN'S TOP HOLDINGS

#### DECEMBER 2007 (%)

MAN AG	<b>4.49</b>
HOCHTIEF A.G.	<b>3.7</b>
ROY.PHILIPS ELECTRONICS	<b>3.23</b>
NIPPON TEL&TEL	<b>3.19</b>
DEUTSCHE POSTBANK AG	<b>3.18</b>
HUTCHISON WHAMP	<b>3.06</b>
NIPPONKOA INSURANCE	<b>2.98</b>
PEUGEOT SA	<b>2.98</b>
A.P. MOELLER - MAERSK	<b>2.96</b>
DEXIA SA	<b>2.95</b>

#### JANUARY 2010 (%)

A.P. MOELLER - MAERSK	<b>3.66</b>
ROY.PHILIPS ELECTRONICS	<b>3.62</b>
KONINKLIJKE DSM NV	<b>3.21</b>
HOCHTIEF A.G.	<b>3.1</b>
J.SAINSBURY PLC	<b>2.95</b>
HUTCHISON WHAMP	<b>2.85</b>
FRANKFURT AIRPORT SERV.WORLWDW.	<b>2.74</b>
DOUGLAS HOLDING AG	<b>2.64</b>
BANQUE CANTONALE VAUDOISE	<b>2.61</b>
MAN SE	<b>2.53</b>

Source: Lipper (a Thomson Reuters company)