



## Value-Aktien

### Inhalte

- Value-Aktien und Rezessionsphasen
- Sind die Zeiten der Gewinnhochs vorbei?
- Bewertungsniveau
- M&A-Aktivitäten
- Ausblick

*Sehr geehrte Anlegerin, sehr geehrter Anleger,*

zunächst das Offensichtliche: Wie sich zeigt war die Krise des letzten Jahres nicht das Ende der Welt. Ende 2008 war das Risiko eines systemischen Zusammenbruchs des Finanzsystems jedoch sehr hoch, und zumindest in dieser Hinsicht liegt das Schlimmste unserer Meinung nach inzwischen hinter uns. Die meisten Leser dieses Briefes werden mittlerweile wissen, dass unsere Anlagestrategie nicht auf einem volkswirtschaftlichen Timing beruht. Wir haben zwar verschiedene Optionen, aber wir wissen nicht, wann die Weltwirtschaft zu einer Erholung ansetzen und ob diese Erholungstendenz stetig nach oben gehen, Schwankungen unterliegen oder wie auch immer geartet sein wird. Wir vertreten jedoch die Auffassung, dass inzwischen Licht am Ende des Tunnels zu sehen ist – und wir sind ziemlich sicher, dass es sich dabei nicht um einen Zug handelt, der auf uns zurast.

Die Realwirtschaft verarbeitet im Moment die Ereignisse des letzten Jahres, und die meisten volkswirtschaftlichen Daten sind nach wie vor recht trübe. Man sollte aber daran denken, dass sich die Aktienmärkte in der Vergangenheit tendenziell bereits wieder erholt haben, während die Wirtschaftsdaten zunächst noch weiter düster und schlecht ausfielen. Im zweiten Quartal von 2009 wurden einige Hinweise für eine Veränderung am Aktienmarkt sichtbar. So kam es zu einer Branchenrotation, die jenen Sektoren zugute kam, die zuvor noch am stärksten in Mitleidenschaft gezogen worden waren. Wir haben uns jüngst in Fossil engagiert, einem US-Hersteller von Mode-Accessoires, der – wie viele andere – in der zweiten Hälfte des Jahres 2008 Einbußen erlitten hatte. Als sich der US-Einzelhandelssektor aber wieder erholt, zog auch Fossil nach. So erreichte diese Aktie nur zwei Monate nach unserem Einstieg das von uns als angemessen angesehene Bewertungsniveau. Unser Investmentprozess basiert auf einem reinen Bottom Up-Ansatz. Deshalb versuchen wir nicht, diese Marktrotationen bereits im Vorfeld zu bewerten. Aber natürlich haben wir auch nichts dagegen, wenn

sie die Aktienkurse auf ein wieder attraktives Kaufniveau drücken oder aber auf unseren angemessenen Wert nach oben treiben. In diesem Marktumfeld identifizieren wir eine Vielzahl attraktiver Anlageideen, von denen unsere Wertentwicklung unseres Erachtens nach in Zukunft profitieren kann.

## Value-Aktien und Rezessionsphasen

Viele Untersuchungen deuten darauf hin, dass sich Value-Aktien langfristig besser entwickeln als Wachstumswerte. Im Moment konzentriert man sich aber natürlich darauf, wie sich der Anlagestil Value während einer Rezession behauptet. Bei einem Blick zurück auf die vielen Rezessionsphasen des letzten Jahrhunderts zeigt sich üblicherweise eine deutlich überdurchschnittliche Entwicklung von Value-Titeln, sobald eine Volkswirtschaft aus der Rezession herauskommt.

Natürlich gibt es viele unterschiedliche Theorien, um dieses Phänomen zu erklären. Unserer Meinung nach liegt diese Entwicklung - einfach gesagt - hauptsächlich daran, dass viele Value-Firmen tendenziell umfangreiche Aktiva aufweisen, wodurch die Fixkosten vergleichsweise hoch sein können. Kommt es nun zu einer Rezession und zu einem Einbruch der Auslastungsraten, werden die Unternehmen natürlich versuchen, sowohl die fixen als auch die variablen Kosten zu reduzieren. Es ist aber wohl unvermeidlich, dass die Gewinne von Firmen mit höheren Fixkosten (häufig Firmen mit vielen Produktionsanlagen) am stärksten in Mitleidenschaft gezogen werden. Im Gegenzug bedeutet dies aber sicherlich auch, dass die gleichen Unternehmen dann auch oft die kräftigste Gewinnerholung verzeichnen. Darüber hinaus werden diese Firmen rezessive Phasen regelmäßig nutzen, um Lohnkosten zu senken und Überschusskapazitäten abzubauen. Dank solcher Maßnahmen können sie dann sogar gestärkt aus einer Rezession hervorgehen und so von der darauf folgenden Konjunkturerholung profitieren.

Abschreibungen werden auch weiterhin ein großes Problem darstellen. Da die Auslastungsraten sinken, muss der Wert von Produktionsmitteln häufig abgeschrieben werden. Selbstverständlich gehen einige Firmen bei der Umsetzung solcher Abschreibungen proaktiver vor als andere. Abschreibungen sind eine ziemlich ungeschöne Angelegenheit, und einem Value-Anleger macht es bestimmt keinen Spaß, wenn die Vermögenswerte sinken. Diese Maßnahmen haben aber auch positive Auswirkungen. Abschreibungen führen nicht nur häufig zu einer schlankeren Fixkostenbasis, sondern sorgen oft auch dafür, dass der angegebene Vermögenswert deutlich unter seinen langfristigen Wert sinkt - und damit für den Value-Investor Anlagechancen eröffnet.

Ein Kernbereich dieser Erholungstendenz ist natürlich das Bankensystem, das sich erst einmal selbst sanieren muss, damit der Zyklus der Kreditvergabe wieder

anläuft. In den letzten Jahren hat sich außerdem die Bedeutung des Begriffs „Hedgefonds“ etwas verändert. Diese Bezeichnung wird mittlerweile oft für stark gehobelte Fonds verwendet, die nach Belieben in diverse Anlageklassen investieren, ohne dabei dem Faktor Risiko allzu große Beachtung zu schenken. Mit dieser Definition könnte man sagen, dass die Banken selbst der größte Hedgefonds waren. Sie haben ihre Geschäfte auf Segmente außerhalb ihrer Kernbereiche ausgedehnt, was häufig zulasten eines vernünftigen Risikomanagements ging. Mittlerweile kehren die Banken die Scherben aber zusammen, und wir erwarten bei diesen Unternehmen auch weiterhin Abschreibungen. Obwohl solche Abschreibungen aufsichtsrechtlichen und bilanziellen Standards unterliegen, gehen einige Banken dabei eher gemächlich vor, während andere strenger zu sich selbst sind und ihre Anlagen aggressiv abschreiben. Man wird aber wohl nur schwer zwischen beiden Gruppen unterscheiden können, und erst auf Dauer wird sich zeigen, welcher Ansatz sich für die Bankinstitute als der beste erweist. Wir für unseren Teil bevorzugen jedoch wie immer jene Banken, die ihre Bilanzen einer strengen Überprüfung unterziehen und sich von allen bedenklichen Vermögenswerten trennen.

## Sind die Zeiten der Gewinnhochs vorbei?

Viele Anleger stellen sich nun die Frage, ob die Unternehmensgewinne mittlerweile ihren Zenit erreicht haben und ob die letzten Jahre ein „Goldenes Zeitalter“ waren, das sich nicht so schnell wiederholen wird. Es hat sicherlich den Anschein, als würden die Gewinne der Jahre 2006 und 2007 sobald nicht mehr zurückkehren. Darüber machen wir uns aber keine allzu großen Sorgen. Wir investieren in Unternehmen, die einen stark unterbewerteten Eindruck machen, und zwar nicht auf Basis ihrer Gewinnhochs, sondern aufgrund ihrer langfristigen durchschnittlichen Gewinnkraft. Vielleicht kommen die hohen Gewinne zurück, vielleicht auch nicht. Wir sind jedoch der Auffassung, dass das durchschnittliche Gewinnniveau wieder erreicht werden kann. Darüber hinaus trösten wir uns, selbst unter der pessimistischen Erwartung, dass die durchschnittliche Gewinnkraft leicht sinken wird, mit den konservativen Annahmen, die unserem Anlagestil zugrunde liegen: dem „Sicherheitsspielraum“, der Value-Investments zueigen ist. Um Benjamin Graham zu zitieren: *„Wenn Value-Titel als Schnäppchen erworben werden, wird selbst ein moderater Rückgang der Gewinnkraft nicht verhindern, dass diese Anlagen zufriedenstellende Ergebnisse erzielen. Dann hat der Sicherheitsspielraum seinen Sinn und Zweck erfüllt.“*

Trotzdem sanken die Kurse vieler Aktien als gäbe es kein Morgen mehr. Dies spiegelt eindeutig den derzeitigen kurzfristigen Fokus an den Märkten wider. Für die nächsten Monate können wir mit Sicherheit sagen, dass viele Unternehmen - einschließlich einiger unserer Positionen - einen Verlust einfahren werden. Zwar hat sich das

Branchenumfeld nach dem extremen Rückgang Ende 2008 wieder etwas verbessert, aber von einer wirklich angenehmen Phase sind wir immer noch weit entfernt. Einige Firmen werden die Krise auch nicht überleben. Diejenigen aber, die sie überstehen, könnten gestärkt daraus hervorgehen. Wir sind fest davon überzeugt, dass wir mit unserem Investmentprozess die Gewinner herausfiltern werden. Entscheidend ist die Kombination von finanzieller Stärke und einem soliden Geschäftsmodell. Bei unserem Investmentprozess schauen wir uns die Entwicklung von Unternehmen in den letzten Jahren sowie während früherer Schwächephasen ganz genau an. Wir halten dabei nach Hinweisen für ein erfolgreiches Gewinnmodell Ausschau, das auch schwierige Zeiten überstehen kann und sich bei Bedarf flexibel an neue Gegebenheiten anpasst. Darüber hinaus verlangen wir, dass unsere Investments solide Bilanzen und eine nur geringe Verschuldung aufweisen. Viele Firmen müssen während eines Abschwungs Maßnahmen ergreifen, und wir glauben, dass finanzstarke Unternehmen über mehr Handlungsspielraum verfügen, um die für die Zukunft erforderlichen Veränderungen durchzuführen.

In diesem Zusammenhang haben wir bei unserem letzten Besuch in Japan bei einigen unserer Positionen viele positive Entwicklungen festgestellt. Natürlich verlaufen bei so breit aufgestellten Portfolios wie den unseren einige Meetings erfreulicher als andere, aber in den meisten Fällen waren wir sehr erfreut. Unter solch schwierigen externen Bedingungen gerät ein Management schnell in die Versuchung, die Hände in den Schoß zu legen und auf bessere Zeiten zu warten. Wir haben jedoch erfahren, dass der Großteil unserer Positionen dieses Umfeld als Chance nutzt, um überschüssigen Ballast abzuwerfen. Man meint vielleicht, dass der japanische Arbeitsmarkt unflexibel ist, aber viele unserer Positionen haben ihre Lohnkosten bereits drastisch gesenkt – auch durch eine Verringerung des zuvor erheblichen Anteils an Zeitarbeitskräften. Kurz bevor die Krise zuschlug, machten Zeitarbeiter fast 40% der japanischen Arbeitskraft aus – eine Quote, die unter den bedeutenden Industriestaaten lediglich von den Niederlanden übertroffen wird. Natürlich werden viele dieser nicht fest beschäftigten Arbeitskräfte im Einzelhandel eingesetzt. Aber selbst bei großen Industriekonzernen wie etwa Autozulieferern ist es durchaus üblich, etwa ein Drittel der Arbeitskräfte nur befristet zu beschäftigen. In Verbindung mit dem japanischen Bonus- und Überstundensystem sind die Firmen in Japan deshalb viel flexibler als häufig allgemein angenommen. Die Kosten werden vom Vorstand kontrolliert, und wir glauben, dass viele Unternehmen aus dieser Phase schlanker und günstiger positioniert hervorgehen werden. Einige Positionen werden mit dem Finger auf ihre Mitbewerber – mit schwächeren Bilanzen – zeigen können, die sich aufgrund des schwierigen Umfelds aus dem Markt zuletzt zurückziehen mussten.

Bestärkt werden wir darüber hinaus von den konservativen Erwartungen vieler Unternehmen weltweit im Hinblick auf die Endnachfrage nach ihren Produkten, die Rohstoffkosten, das Währungsniveau und so weiter. Die Realwirtschaft ist sicherlich in einer schlimmen Lage, aber die Unternehmen berücksichtigen dies bereits. Wir sind der Meinung, dass viele unserer Positionen entschlossen sind, ihre Kostenstruktur anzupassen, damit sie aus den roten Zahlen herauskommen. Und zwar auch dann, wenn sich die nächsten Monate als ebenso hart erweisen sollten wie die Zeit nach November 2008. In den meisten Fällen sind die Unternehmensleitungen außerdem nicht übertrieben optimistisch und gehen von einer raschen Erholung aus, sondern zeigen sich eher zurückhaltend und besonnen.

Gleichzeitig ergreifen die Regierungen weiterhin Maßnahmen, um eine Erholung zu stützen. Je nach Land variiert der Umfang der Konjunkturpakete deutlich, was Einfluss auf die Geschwindigkeit haben wird, in der die jeweilige Volkswirtschaft wieder anzieht. So antwortete die chinesische Regierung mit einem sowohl geldmarktpolitisch als auch relativ betrachtet massiven Rettungspaket auf die Krise: Im Jahr 2009 werden Ankurbelungsmaßnahmen in Höhe von rund 3,1% des BIP auf den Weg gebracht, auf die 2010 weitere Initiativen in Höhe von 2,7% folgen werden. Es überrascht also nicht, dass viele Marktteilnehmer für China von einer vergleichsweise frühzeitigen Erholungstendenz ausgehen.

Unsere Fonds sind zwar nicht direkt auf die Schwellenländer ausgerichtet, aber eine Erholung dieser Märkte hat natürlich auch Auswirkungen auf unsere Fonds. Von den bedeutenden Industrienationen ist Japan das Land mit dem höchsten Exportanteil – nämlich fast 50% – in die Schwellenländer. Sicherlich handelt es sich bei einigen dieser Exporte um Zwischenerzeugnisse, die letztendlich für Verbraucher in den USA oder Europa bestimmt sind, aber Japan profitiert auch stark von der Binnennachfrage in den Schwellenländern. Das heißt aber nicht, dass die Aussichten für Europa ganz und gar düster sind. Auch Deutschland – wo wir stark engagiert sind – liefert einen recht großen Teil seiner Exporte in die Schwellenländer. Aber auch dieser Staat musste umfangreiche Konjunkturpakete schnüren. Ein Beispiel für Ankurbelungsmaßnahmen, die konkrete Auswirkungen haben, ist die sogenannte „Abwrackprämie“, bei der Verbraucher finanzielle Anreize erhalten, wenn sie ihre alten Autos verschrotten und durch neue Fahrzeuge ersetzen. Solche Programme wurden überall in Europa sowie in Japan und anderswo eingeführt. Und sie zeigen bereits Wirkung: Obwohl die Automobilumsätze in Europa nach wie vor niedriger sind als im Vorjahr, war der Rückgang deutlich geringer als im ersten Quartal.

## Bewertungsniveau

Bei einem grundsätzlichen Blick auf die Bewertungen stellen wir fest, dass sich Aktien derzeit in etwa auf dem günstigsten Niveau befinden, das wir je gesehen haben. Natürlich kann man leicht auf die Kurs-/Gewinnverhältnisse für 2009 verweisen und von einem Mehrjahreshoch sprechen, aber man sollte sich in Erinnerung rufen, dass der Grund dafür vor allem in dem Mehrjahrestief der Gewinne besteht, von dem sich die Märkte aber auch wieder erholen werden. Es war nicht angenehm, den Fall der Aktienkurse zu beobachten, aber wir sind der Meinung, dass man jetzt die Ärmel hochkrepeln und günstig bewertete Aktien ausfindig machen sollte, die in den nächsten Jahren die Wertentwicklung beflügeln werden. In den letzten Jahren fiel es uns schwer, am US-Markt wirkliche Schnäppchen zu identifizieren, aber in den vergangenen Monaten ist unser potenzielles Anlagespektrum stark gewachsen. Eine Reihe qualitativ hochwertiger Unternehmen mit soliden Bilanzen sind mittlerweile auf unserem Radar erschienen. Wir setzen diese Titel allmählich auch in unseren globalen Fonds ein. Ebenso haben nun immer mehr attraktive Aktien mit geringer Marktkapitalisierung sowohl aus den USA als auch aus unterschiedlichen Regionen unseren Bewertungskorridor erreicht. Viele von diesen Titeln haben bereits den Weg in unsere Portfolios gefunden.

## M&A-Aktivitäten

Wenn wir uns über die Aussichten der Märkte und unserer Fonds Gedanken machen, müssen wir auch das Umfeld für M&A-Aktivitäten berücksichtigen. Seit einiger Zeit – vielleicht seit dem Zusammenbruch von Lehman – schien die Welt nicht immer vernünftig zu agieren. Die M&A-Aktivitäten waren trotz einiger abenteuerlich niedriger Bewertungen schwach. Die Finanzierung von Transaktionen war natürlich schwierig, und sogar Firmen mit einer „Kriegskasse“ aus eigenen Barmitteln gingen nur zögerlich auf Einkaufstour. Der Grund dafür war die Unsicherheit, wie lange der Rückgang der Gewinne noch anhalten wird. Liquiditätserhalt war deshalb der entscheidende Faktor. Zwangsläufig hatte dies auch Auswirkungen auf unsere Fonds, deren Positionen in der Vergangenheit schon oft zu Übernahmekandidaten geworden sind. In diesem Sinne glichen unsere Fonds in den letzten Monaten also 8-Zylinder-Motoren, die auf nur vier Zylindern liefen. Die M&A-Aktivitäten werden aber wieder anziehen – und wir sind der Meinung, dass viele unserer Positionen wieder in den Fokus rücken könnten.

## Ausblick

Bisher haben wir noch nicht die jüngste Wertentwicklung unserer Fonds erwähnt. Auf die Einzelheiten gehen wir selbstverständlich in unseren jeweiligen Fonds-Updates ein, aber wir können sagen, dass das zweite Quartal 2009 größtenteils erfreulich verlaufen ist. Während des Quartals spielten viele der oben genannten Faktoren eine Rolle und kamen unseren Positionen zugute. Aber genauso wenig, wie wir die Entwicklung der Gesamtwirtschaft vorhersagen möchten, werden wir auch keine Prognose für die Entwicklung der Aktienmärkte im kommenden Quartal abgeben. Wir sind uns aber sicher, dass unsere Positionen deutlich unterbewertet sind, ein nur begrenztes Rückschlagrisiko aufweisen und ein beträchtliches Aufwärtspotenzial bieten. Kurz gesagt: Die Bewertungen und das Potenzial sowohl unserer Fonds als auch des Spektrums möglicher Neuengagements befinden sich in etwa auf dem attraktivsten Niveau, das wir je gesehen haben. Wir sind von der Stärke unserer Portfolios weiterhin überzeugt und betrachten die langfristigen Aussichten unserer Fonds nach wie vor zuversichtlich.

Mit besten Grüßen



**Jens Moestrup Rasmussen**  
Lead Portfolio Manager  
10. Juli 2009

## Sparinvest Value Team



**Jens Moestrup Rasmussen**  
Lead Portfolio Manager



**David Orr**  
Equity Analyst



**Kasper Billy Jacobsen**  
Lead Portfolio Manager



**Jeroen Bresser**  
Equity Analyst



**Per Kronborg Jensen**  
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.