



Inhalte

- Wieder anziehende M&A-Aktivitäten
- Qualität und Bewertungsniveau
- Die Vorteile eines geringen Verschuldungsgrads
- Politisches Umfeld
- Umwelttechnologie und Wettbewerbsvorteil
- Fazit

- sparinvest.eu

Value-Aktien

Sehr geehrte Anlegerin, sehr geehrter Anleger,

es überrascht nicht, dass die schwierigen Märkte der letzten Jahre die Menschen vorsichtig werden ließen. Zu jeder Schlagzeile, in der von aktuellen Verbesserungen an den Finanzmärkten sowie den volkswirtschaftlichen Indikatoren die Rede ist, gibt es auch immer eine gegenteilige, die betont, dass nach wie vor Risiken bestehen und dass es sich bei der derzeitigen Entwicklung lediglich um eine trügerische Hoffnung handelt.

Wir bei Sparinvest versuchen, nicht zu viel Energie mit langen Diskussionen über diese Aspekte zu verschwenden. Wir möchten uns von den steigenden Aktienmärkten oder den sich verbessernden Wirtschaftsaussichten nicht zu sehr begeistern lassen, noch sollen uns die Tiefststände sehr deprimieren. Stattdessen konzentrieren wir uns immer auf die langfristigen Aussichten. Bei den Firmen, in die wir investieren, betrachten wir die Gewinnkraft über den gesamten Konjunkturzyklus und streben mit unseren Portfolios langfristig solide Erträge an.

Abgesehen davon bestreiten wir aber auch nicht, dass das Umfeld der letzten drei Monate viel versprechend war. Die Aktienmärkte haben sich erfreulich entwickelt, und unsere Fonds tendierten im Allgemeinen ebenfalls fest. In vielen Branchen gibt es inzwischen erste Anzeichen für sich verbessernde Fundamentaldaten. Die Gründe dafür sind sowohl interne Faktoren (wie Kostensenkungen oder Reduzierung von Kapazitäten) als auch externe Umstände (wie steigende Nachfragen, staatliche Investitionen usw.). Es würde aber wohl kaum jemand behaupten, dass die weltwirtschaftliche Entwicklung mittlerweile wieder völlig risikofrei ist. Darüber hinaus sollte man sich eines überlegen: Wenn die staatlichen Mittel nicht mehr fließen, wenn die rettenden Finanzspritzen, die „Abwrackprämien“ und andere Programme allmählich zurückgefahren werden – wie gut ist das zugrunde liegende Umfeld dann? Wir erwarten sicherlich keine Rückkehr in ruhige Fahrwasser. Wir sind bei unseren Portfoliositionen

aber zuversichtlich, weil sie über solide Bilanzen und Gewinnmodelle verfügen, um selbst dann Kurs halten zu können, wenn sich die Lage erneut verschärft.

Die Unternehmen können inzwischen zweifellos wieder einfacher auf Kapital zugreifen, was für eine Erholung von entscheidender Bedeutung ist. Außerdem werden die Banken ihrer Aufgabe als Liquiditätsquelle allmählich wieder gerecht. Und auch die Emission von Unternehmensanleihen ist mittlerweile wesentlich leichter – und günstiger. Im letzten Jahr konnten sich Firmen noch glücklich schätzen, wenn sie überhaupt Anleihen platzieren konnten, und wenn dies der Fall war, waren die Zinszahlungen eine große Belastung. Inzwischen gibt es fast täglich Meldungen über Aktienemissionen. Während viele Unternehmen damit ihre Eigenkapitalquote verbessern, wollen einige damit ihre Expansion finanzieren. Es ist ermutigend zu sehen, dass diese Emissionen größtenteils wohlwollend aufgenommen werden. Wenigstens deutet diese einfachere Kapitalaufnahme darauf hin, dass allgemein eine Erholung für möglich gehalten wird, und dass die Unternehmen die Krise tatsächlich durchstehen und die notwendigen Gewinne und Cashflows generieren werden, um ihre Zins- und Dividendenzahlungen zu leisten.

Wieder anziehende M&A-Aktivitäten

Wir haben bereits darauf hingewiesen, dass die nur mäßigen M&A-Aktivitäten der letzten Jahre zur Folge hatten, dass unsere Fonds – die in der Vergangenheit von einer Vielzahl von Unternehmensübernahmen profitieren konnten – wie 8-Zylinder-Motoren reagierten, die lediglich mit halber Kraft liefen. Wir sind von Hause aus vorsichtig und möchten nicht behaupten, dass diese vier momentan ruhenden Zylinder bereits morgen wieder anspringen werden. Da sich aber die Finanzierungsbedingungen inzwischen wieder lockern, stehen Unternehmenskäufer in vielen Sektoren bereits in den Startlöchern.

Dies lässt sich auch in unseren Portfolios beobachten. Bei IDS Scheer handelt es sich beispielsweise um ein deutsches Software- und IT-Beratungsunternehmen, das wir im zweiten Halbjahr 2008 für unseren Global Small Cap Value Fonds und unseren European Value Fonds erworben hatten. Im Juli 2009 gab die Software AG dann ein Übernahmeangebot in Höhe von 15 EUR pro IDS Scheer-Aktie ab. Dieses Angebot übertraf den von uns angesetzten inneren Wert des Unternehmens und war außerdem mehr als doppelt so hoch wie unser Einstandskurs. Deshalb entschlossen wir uns, das Angebot der Software AG anzunehmen und erhielten Ende September die entsprechende Zahlung.

Diese Konsolidierungstendenz beschränkt sich jedoch nicht nur auf Europa und Nordamerika. Wie wir bereits angemerkt hatten, haben angesichts der schwierigen Märkte im letzten Jahr auch viele japanische Firmen in großem Stil ausländische Unternehmen übernommen. Gleichzeitig stellen wir aber auch eine Konsolidierung auf nationaler Ebene fest. Wir sind in einigen der größten japanischen Nicht-Lebensversicherer investiert, die bereits vor Jahren unser Interesse auf sich gezogen hatten, weil sie unterbewertet und mögliche Profiteure der Neuausrichtung dieser Branche sind. Mittlerweile hat diese Neuausrichtung in Form einer Fusion von Nipponkoa und Sompo Japan sowie eines Dreierbündnisses zwischen Mitsui Sumitomo Insurance, Aioi Insurance und Nissay Dowa Insurance eingesetzt. Dabei handelt es sich aber nicht um Übernahmen, bei denen der Käufer saftige Aufgelder zahlt, sondern um eine Konsolidierung dieses Sektors, die den Weg für Kosteneinsparungen und ein möglicherweise besseres Preisumfeld bereiten sowie eine solide Basis für eine Expansion in neue Marktsegmente schaffen sollte. Unserer Meinung nach werden diese Entwicklungen der Branche auf längere Sicht zugute kommen.

Qualität und Bewertungsniveau

Natürlich werden Unternehmenskäufer nicht einfach mit Geld um sich werfen, selbst wenn sich das Umfeld für M&A-Aktivitäten verbessert. Möglicherweise hat das vergangene Jahr sogar zur Folge, dass die Unternehmenskäufer bei ihren Shopping-Touren anspruchsvoller sind. Im Fokus der M&A-Aktivitäten werden deshalb hoch qualitative Firmen stehen. Auch aus diesem Grund sind unsere Portfolios unserer Meinung nach äußerst günstig aufgestellt. In den jeweiligen Fonds-Updates finden Sie die Informationen zu den einzelnen Fonds, wenn wir aber den Global Value Fonds als Beispiel heranziehen und die Daten seiner Positionen komprimieren und als „eine“ Aktie darstellen, so liegt deren Nettoverschuldungsgrad im Verhältnis zum Eigenkapital bei 24%, während diese Kennzahl beim MSCI World-Index 61% beträgt. Gleichzeitig liegt das Verhältnis immaterielle Vermögenswerte/ Eigenkapital bei lediglich 17%, wohingegen diese Quote auf Indexebene 53% beträgt. Und diese Bilanzqualität ist nicht einmal teuer. Während der MSCI World-Index derzeit zu einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von 1,96 gehandelt wird, liegt diese Kennzahl beim Fonds bei 0,87. Die Marktkapitalisierung des Fonds entspricht darüber hinaus dem Nettoanlagewert unserer Positionen: Für jeden Euro, der in den Fonds investiert wird, erhalten Sie auch Anlagen im Wert von einem Euro. Betrachtet man schließlich die gewinnbasierten Bewertungen, so wird der Index auf Basis der Gewinnprognosen nach Bloomberg für 2009 zu einem EV/EBITDA von 7,9 und

für 2010 bei 6,9 gehandelt. Demgegenüber liegen diese Kennzahlen für den Fonds bei lediglich 3,6 bzw. 2,9. Mit anderen Worten: Unsere Portfolios sind voll von soliden Unternehmen, die extrem attraktiv bewertet sind.

Die Vorteile eines geringen Verschuldungsgrads

Einen entscheidenden Vorzug, über den unsere Positionen unserer Meinung nach verfügen und den auch potenzielle neue Investments aufweisen sollten, ist ein geringer Verschuldungsgrad. Während der letzten 18 Monate war eine vergleichsweise mäßige Verschuldung sicherlich nichts Schlechtes. In einigen Branchen machte dies sogar der Unterschied zwischen Untergang und Überleben aus. Bei gering verschuldeten Firmen konnte das Managementteam „die Schotten dicht machen“ und abwarten, bis der Sturm wieder abzieht.

Während der Kreditklemme war eine geringe Verschuldung jedoch nicht sehr hilfreich, wenn es um die Absicherung neuer Kredite ging. Im letzten Jahr hatten Firmen kaum Möglichkeiten, neue Bankkredite aufzunehmen oder Unternehmensanleihen zu begeben – und zwar unabhängig davon, wie solide ihre Bilanz gerade war. In den letzten sechs Monaten hat sich die Liquiditätssituation jedoch wieder verbessert, weil die Regierungen Finanzspritzen beschlossen haben und die Banken wieder mehr Kredite vergeben konnten. Allerdings waren es schwache Firmen mit dem höchsten Ausfallrisiko, die von dieser „Liquiditätswelle“ als erste profitiert haben. Als sich dann die Banken wieder erholt hatten, galt dem Erhalt der Zahlungsfähigkeit der anfälligsten Kunden die oberste Priorität. So wurden Kreditverträge nachgebessert und aufgestockt. Dies ist vielleicht ein Grund dafür, weshalb einige Marktkommentatoren vom „Run auf die Verlierer“ sprachen. Dabei konnten sich Aktien geringer Qualität, die zuvor am stärksten unter Druck geraten waren, angetrieben von der Zuversicht, dass sie die Krise nun überstanden haben, auch am schnellsten wieder erholen.

Ein solcher „Run auf die Verlierer“ hält jedoch nicht lange an. Sobald die umfangreichen Maßnahmen zur Unterstützung von Unternehmen, die mit Problemen zu kämpfen haben, zurückgefahren werden, steht der Faktor Qualität wieder ganz oben auf der Agenda. Denn die Anleger fragen sich: Welche Firmen verfügen über die entsprechende Bilanzstärke, das Gewinnmodell und das Management, um angesichts dieses neuen Umfelds solide Erträge zu erwirtschaften? Da sich die Rezession schrittweise in eine Expansion wandelt, weil die Banken allmählich nach neuen Kunden Ausschau halten, und da der Markt für Unternehmensanleihen wieder anspringt, sind gering verschuldete Firmen günstig positioniert, um sich Kredite zu attraktiven Zinsen zu sichern. Dadurch aber sind sie dann auch in der Lage, von den sich verbessernden Wirtschaftsbedingungen zu profitieren.

Gleichzeitig nimmt auch die Finanzierung über Aktien wieder zu. Unserer Meinung nach gibt es auch hier einen großen Unterschied zu beachten, wenn äußerst hoch verschuldete Unternehmen Aktien begeben (was für bereits bestehende Aktionäre einen Verwässerungseffekt zur Folge hat), um dadurch lediglich ihre Schulden zu bezahlen, oder ob eine Firma Aktien ausgibt, um so eine Ausweitung ihrer Unternehmensaktivitäten zu finanzieren. Kurz gesagt: Ein geringer Verschuldungsgrad kann nicht nur dazu beitragen, dass Firmen eine Wirtschaftskrise überstehen, sondern kann auch zu Folge haben, dass diese Unternehmen nach einer solchen Krise wesentlich besser aufgestellt sind, um von der daran anschließenden Konjunkturerholung zu profitieren.

Politisches Umfeld

Die staatlichen Maßnahmen spielen auch während der Erholung weiterhin eine wichtige Rolle. Wir sind zwar keine politischen Kommentatoren, aber natürlich haben auch wir die aktuellen politischen Entwicklungen an den Märkten, in die wir investieren, verfolgt. In Deutschland wurde Angela Merkel wiedergewählt und steht nun an der Spitze einer Mitte-Rechts-Koalition, die einige Beobachter für unternehmerfreundlicher halten. Zwar hat auch die deutsche Wirtschaft ihre Probleme – insbesondere die Arbeitslosigkeit – aber insgesamt halten wir dieses Land für eine wettbewerbsfähige Volkswirtschaft, die von einer globalen Erholung stark profitieren sollte. Gleichzeitig vollzog auch Japan einen erheblichen Richtungswechsel, denn dort wurde die Liberale Demokratische Partei, die seit Beginn der Nachkriegszeit mehr oder weniger ununterbrochen an der Regierung gewesen war, abgewählt. Wir möchten zwar nicht über die mögliche politische Strategie der neuen Regierung der Demokraten und deren Auswirkungen spekulieren, aber in einem Land, das seit 60 Jahren im Prinzip von einer Partei regiert wurde, kann man davon ausgehen, dass jede Veränderung positiv ist und zu einer produktiveren, reformorientierten Politik führen sollte.

Umwelttechnologie und Wettbewerbsvorteil

Kopenhagen steht nicht gerade häufig im Rampenlicht der Welt, aber wenn dies der Fall ist, möchten wir auch darauf hinweisen. Da die Klimakonferenz im Dezember mit Riesenschritten naht, lassen sich ökologische Trends kaum ausklammern. Die allgemeine Trendwende hin zu einer „grünen“ Lebensweise wird für Unternehmen und die Industrie oft als negativer Faktor angesehen: Die Firmen müssen die Kosten für die Erfüllung immer strengerer Umweltauflagen tragen, erhalten dafür aber nur wenig Gegenleistung.

Aber es gibt immer zwei Seiten einer Medaille. Das Umweltbewusstsein ist mittlerweile fest in den Köpfen der Verbraucher verankert. So steigt die Nachfrage nach umweltfreundlicheren Produkten wie Hybridautos,

Sonnenkollektoren für Hausdächer, Glühbirnen oder Biolebensmitteln – für die die Menschen oftmals auch bereit sind, mehr Geld auszugeben. In einigen Fällen ist die Gewinnspanne für den Hersteller solcher Produkte bereits sehr groß, während die Produktionskosten in anderen Segmenten inzwischen dadurch gerechtfertigt sind, dass sich so in einem neuen und expandierenden Segment bedeutende Marktanteile hinzugewinnen lassen.

Diese positiven Effekte gelten aber nicht ausschließlich für Firmen, die „grüne Produkte“ herstellen. Selbst in etablierten Schwerindustrien können strengere Umweltvorgaben Vorteile haben und zu einer effizienteren Produktion und der Entwicklung umweltfreundlicher Technologien führen. Diese Technologien können manchmal sogar an den Meistbietenden verkauft werden oder aber den Einstieg des Unternehmens in neue Märkte ermöglichen. Man sollte ferner beachten, dass Industriestaaten – Deutschland und Japan ragen dabei besonders heraus – bei solchen Technologien einen deutlichen Vorsprung haben, weil dort sowohl der öffentliche als auch der private Sektor sehr stark engagiert ist. In ausgereiften Volkswirtschaften und Branchen wird außerdem das reine industrielle Know-how von bedeutendem Wert sein, weil die Industrie weltweit mit strengeren Umweltauflagen und der Nachfrage nach umweltfreundlicheren Produkten konfrontiert wird. Da Länder wie China ihre Emissionen einschränken müssen, benötigen sie genau dieses Know-how. Und obwohl diese Staaten natürlich nicht erpicht sein werden, dafür viel Geld auf den Tisch zu legen, können Unternehmen aus den Industrienationen unserer Meinung nach trotzdem von dem rasanteren Wirtschaftswachstum in den Schwellenländern profitieren.

Wir vertreten die Auffassung, dass viele unserer Positionen über ein solches Potenzial verfügen. In unseren Fonds haben wir im Hinblick auf Risiken – zu denen inzwischen auch das Umweltrisiko gehört – stets sehr zurückhaltend agiert. In Branchen, in denen es eindeutig ökologische Probleme gibt, bevorzugen wir deshalb Unternehmen, deren Management mögliche Umweltrisiken und -chancen auf lange Sicht im Auge behält und bereits angemessene Maßnahmen ergriffen hat, um sowohl die Risiken zu begrenzen als auch die sich dadurch ergebenden Chancen zu nutzen.

Fazit

Bereits zu Beginn dieses Schreibens hatten wir darauf hingewiesen, dass wir bei Sparinvest nicht zu euphorisch reagieren, wenn die Zeiten gut sind, aber auch nicht zu pessimistisch, wenn die Zeiten schlecht sind. Als

die Krise in vollem Gange war, haben viele Analysten die Gewinnprognosen und Investment-Ratings für eine Vielzahl von Aktien massiv gesenkt. Oftmals ist die Situation aber gerade genau umgekehrt. Wir aber möchten uns von kurzfristigen Schwankungen der Gewinne oder der Aktienkurse nicht beeinflussen lassen. Stattdessen konzentrieren wir uns auf einen langfristigen Anlagehorizont. Dabei stehen die dauerhafte Gewinnkraft und die Bilanzstärke unserer Positionen im Fokus.

Natürlich halten wir einige der positiven Entwicklungen der letzten Monate für viel versprechend, aber unserer Meinung nach ist die Weltwirtschaft derzeit auch noch nicht über den Berg, und die Erholung wird nicht reibungslos verlaufen. Sobald Sie sich für ein Investment in Aktien entscheiden, sind Sie unausweichlich dem Marktrisiko ausgesetzt. Das Risiko, das mit dem Kauf einer einzelnen Aktie verbunden ist, kann aber durch umsichtiges Research minimiert werden. Deshalb halten wir – wie gewohnt – diszipliniert an unserer Anlagephilosophie und unserem Investmentprozess fest: Wir sind auf der Suche nach Unternehmen mit soliden Bilanzen und einer robusten Finanzlage. Dabei agieren wir auf Basis zurückhaltender Grundannahmen. Wir betrachten nicht nur die Gewinne eines Quartals oder eines Jahres, sondern die Ergebnisse über einen kompletten Unternehmenszyklus hinweg. Auf dieser Grundlage prognostizieren wir dann einen konservativ berechneten inneren Wert für eine Firma, d.h. einen Wert, den wir im Falle einer Fusion oder einer Übernahme für das gesamte Unternehmen ansetzen würden. Liegt der aktuelle Marktwert deutlich unter diesem inneren Wert, investieren wir in diesen Titel. Mit anderen Worten: Wir möchten 100 Euro zum Preis von 50 Euro bekommen.

Im Hinblick auf die nächsten Quartale sind nach wie vor viele Fragen offen, und solch unsichere Phasen sind für Anleger niemals stressfrei. Wie wir zu sagen pflegen: Investieren hat viel mit Geduld zu tun. Und gerade in Zeiten wie diesen sollte man sich die langfristige Anlagephilosophie unserer Fonds vor Augen führen. Schaut man sich unsere Fonds an, so findet man aktuell Portfolios stabiler Unternehmen mit soliden Zukunftsaussichten vor, die auf einem extrem attraktiven Bewertungsniveau gehandelt werden. Die derzeitigen Bewertungen unserer Fonds eröffnen die Chance, in Aktien zu investieren, die in den nächsten drei, fünf oder zehn Jahren ordentliche Ergebnisse erzielen werden.

Mit freundlichen Grüßen

Jens Moestrup Rasmussen
Lead Portfolio Manager
8. Oktober 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.