



## Value-Aktien

### Inhalte

- Unser Ansatz im Hinblick auf das makroökonomische Umfeld
- Qualität der Portfolios
- Entscheidend ist die Qualität
- Schuldenabbau: Ausgeben oder sparen – oder beides?
- M&A-Aktivitäten
- Schlussfolgerungen

### Unsere Value Equity-Fonds

Fonds	ISIN
Ethical Global Value	LU0362355355
European Value	LU0264920413
Global Small Cap Value	LU0264925131
Global Value	LU0138501191

Detaillierte Informationen sind in den entsprechenden Fonds-Updates erhältlich.

- [sparinvest.eu](http://sparinvest.eu)

*Sehr geehrte Anlegerin, sehr geehrter Anleger,*

das erste Halbjahr 2010 zwar zweifellos eine ereignisreiche Phase. Die von uns gehaltenen Positionen zeigen inzwischen eindeutig Anzeichen für ein sich verbesserndes operatives Umfeld, denn die Erholungstendenz bei den Unternehmensgewinnen gewinnt zunehmend an Fahrt. Außerdem werden die Bilanzen immer solider. Abgesehen davon wurden die Aktienmärkte in den vergangenen sechs Monaten und insbesondere im letzten Quartal auf breiter Front sehr stark von allgemeinen makroökonomischen und länderspezifischen Risiken sowie von anderen externen Faktoren beeinträchtigt.

Auf das Schuldenproblem Griechenlands sind wir bereits in der letzten Ausgabe unserer Informationen für Anleger eingegangen, und selbstverständlich war dieses Thema in den Schlagzeilen auch weiterhin sehr präsent. Von Politikern und Experten bis hin zu Notenbankern und Anlegern – wirklich jeder hat sich mit den möglichen Folgen dieser Entwicklung auseinandergesetzt: Werden die Partnerländer Griechenlands innerhalb der Europäischen Union wirklich bereit und auch in der Lage sein, Griechenland aus der Klemme zu helfen? Droht anderen Staaten möglicherweise ein ähnliches Schicksal? Und kann der Euro in seiner jetzigen Form letztlich überleben? Diese Unsicherheitsfaktoren haben natürlich sowohl die europäische Währung als auch Vermögenswerte aus Europa insgesamt unter einen enormen Druck gesetzt. So überrascht es nicht, dass sich die europäischen Aktienmärkte seit Jahresbeginn 2010 deutlich schwächer entwickelt haben als die Börsen anderer bedeutender Regionen. Allerdings zeigen sich unsere europäischen Engagements – wie wir im weiteren Verlauf dieser Informationen für Anleger noch erläutern werden – trotz alledem weiterhin robust.

Gleichzeitig zogen BP und die Ereignisse im Golf von Mexiko viel Aufmerksamkeit auf sich. Bereits in den letzten Jahren hat man sich weltweit zunehmend die Frage

gestellt, wie lange man die Abhängigkeit von fossilen Brennstoffen noch aufrechterhalten kann. Ironischerweise brach die schlimmste Ölkatastrophe in der Geschichte der Ölförderung nur kurz nach der Klimakonferenz von Kopenhagen aus, auf der die Regierungen der Welt eben solche Fragen diskutierten. Abgesehen von dem immer noch ungeklärten technischen Aspekt, wann das Leck endlich unter Kontrolle gebracht wird, bleibt die Frage nach den aufsichtsrechtlichen Konsequenzen offen. Zweifellos gibt es dafür keine einfache Lösung, und trotz aller Rhetorik gegen Unternehmen wie BP ist man sich grundsätzlich auch bewusst, dass die USA – ebenso wie die meisten anderen entwickelten Volkswirtschaften und Gesellschaften – erheblich vom Öl abhängig sind.

### **Unser Ansatz im Hinblick auf das makroökonomische Umfeld**

Zurzeit scheinen die großen makroökonomischen Fragen so dominierend zu sein, dass viele Marktteilnehmer – und sogar eigentliche Bottom Up-Investoren – vermehrt wie Top Down-Investoren klingen. Wir bei Sparinvest halten jedoch an unserem Bottom Up-Ansatz fest. Welche Folgen aber hat diese Strategie in der Praxis, insbesondere in unsicheren Zeiten wie diesen? Unsere Entscheidungen hinsichtlich unserer Länder- und Branchengewichtungen beruhen nicht auf einer strategischen Top Down-Auffassung. So investieren wir beispielsweise nicht in eine bestimmte Region, nur weil wir zuvor beschlossen haben, den Aktienmarkt oder die Volkswirtschaft dieser Region besonders zuversichtlich zu beurteilen. Unserer Meinung nach können wir nämlich auf Dauer die besten Investorserträge erzielen, wenn wir nicht versuchen, die Märkte auf diese Art und Weise zu timen, sondern indem wir stattdessen sehr gute, aber deutlich unterbewertete Aktien individuell auswählen. Sicherlich gibt es auf regionaler Ebene zwar einige Unterschiede, aber der Faktor Ertragskraft sowie das Bewertungsniveau von Vermögenswerten sind allgemein gültige Kennzahlen. Deshalb konzentrieren wir uns stets auf die Analyse der besonderen Merkmale jedes Unternehmens.

Bedeutet dies aber, dass wir makroökonomische Faktoren bei unserem Investmentprozess ignorieren? Durchaus nicht. Wir beobachten diese Faktoren zwar genau, allerdings im Rahmen der konkreten Analyse eines einzelnen Investments. Schließlich gehört zu einem Engagement in einem Unternehmen auch, eine Einschätzung der Ertragskraft sowie des Zustands der Aktiva einer Firma zu entwickeln. Unsere Grundprinzipien sehen außerdem vor, konservativ vorzugehen und sich von kurzfristigen Kennzahlen nicht übertrieben stark beeinflussen zu lassen. Deshalb beruhen unsere Grundannahmen schlichtweg nicht nur auf den Trends der vergangenen

paar Jahre oder den Erwartungen für die nächsten paar Jahre. Vielmehr analysieren wir einen längeren Zeitraum in der Vergangenheit, um so zu ermitteln, wie sich eine Firma über viele Jahre sowie über einen gesamten Unternehmenszyklus hinweg entwickelt hat.

Ebenso entscheidend ist aber auch die Berücksichtigung makroökonomischer Faktoren. Schließlich agieren Unternehmen nicht im luftleeren Raum. Außerdem werden die Stabilität ihrer Vermögenswerte sowie ihre Ertragskraft natürlich auch von externen Bedingungen beeinflusst. Man nehme beispielsweise eine Firma, deren Bilanz dank eines umfangreichen Immobilienbesitzes einen äußerst soliden Eindruck macht. Vieles hängt nämlich davon ab, ob der für diese Aktiva ausgewiesene Wert auch zuverlässig und nachhaltig ist. Dabei sind natürlich die Bilanzierungsmethoden relevant: Wurden die Vermögenswerte regelmäßig bewertet und der Bilanzwert dann auch entsprechend angepasst? Die Entwicklung der regionalen Grundstückspreise spielt ebenfalls eine große Rolle: Gibt es Hinweise auf eine Blasenbildung, durch die das Risiko zukünftiger Abschreibungen ansteigen würde?

Alternativ könnte man auch eine Supermarktkette betrachten, die ihren Marktanteil in der Vergangenheit zwar stark gesteigert hat, aber in einer ländlichen Region ansässig ist, in der die Bevölkerungszahl wohl tendenziell sinken wird, weil die Menschen verstärkt in Ballungsräume ziehen. Wenn man in dieses Unternehmen investieren möchte, muss man natürlich bedenken, welche Auswirkungen dieser demografische Wandel auf die Ertragskraft der Firma haben könnte, und dies in die Berechnung des Preises, den man für das Unternehmen zu zahlen bereit ist, einzubeziehen.

Wenn wir Prognosen über den inneren Wert eines potentiellen Investments erstellen, sei es nun auf Basis der Vermögenswerte, oder auf Grundlage der Ertragskraft, oder aber mittels einer Kombination beider Faktoren, fließt in diese Schätzungen auch stets eine umfassende Analyse der relevanten externen Faktoren ein. Deshalb engagieren wir uns ausschließlich in Unternehmen, die im Vergleich zu diesem konservativ ermittelten inneren Wert deutlich unterbewertet sind. Darüber hinaus verlangen wir, dass unsere Positionen finanziell stabil genug sind, um auch schwierige Phasen zu überstehen. Aus diesem Prozess geht dann ein Portfolio aus stark unterbewerteten Firmen hervor, die auf Grundlage ihrer Gewinne und ihrer Vermögenswerte langfristig hoch qualitativ sind – und bei denen die potenzielle Investmentrendite nicht nur von positiven makroökonomischen Aussichten für die Region, in der die entsprechenden Unternehmen ansässig sind, abhängt.

## Qualität der Portfolios

Detaillierte Daten zu jedem Fonds finden Sie zwar wie gewohnt in den jeweiligen Fonds-Updates, aber wir möchten den Global Value Fund einmal als 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 0,91 gehandelt, während das Kurs-Buchwert-Verhältnis des MSCI World-Index 1,94 beträgt. Wir sind zudem vergleichsweise stark in zyklischen Unternehmen investiert, die während der Krise zwar unweigerlich niedrigere Gewinne erzielt haben, sich nun aber rasch wieder erholen.

Das Tempo, mit dem die Gewinne derzeit wieder anziehen, spiegelt sich auch in den Bewertungskennzahlen wider. So lag das Kurs-Gewinn-Verhältnis im vergangenen Jahr bei 36,3. Dieser recht hohe Wert war auf den kurzfristigen Rückgang der Gewinne aus dem letzten Jahr zurückzuführen. Betrachtet man jedoch die Gewinnprognosen für 2010, so sinkt die Kennzahl auf Basis der von Bloomberg erwarteten Gewinne auf 12,0. Für 2011 beträgt sie sogar nur noch 9,3, während sie für den MSCI World-Index bei 11,5 liegt. Das Verhältnis EV/EBITDA ist ein aussagekräftiger Indikator für den Preis eines Unternehmens im Vergleich zu seiner reinen Ertragskraft. Unser Fonds insgesamt wird auf Grundlage der Prognosen für 2010 auf einem Niveau von 2,8 sowie im Hinblick auf 2011 von 2,5 gehandelt. Im Vergleich dazu notiert der MSCI World-Index bei 6,9 bzw. 6,2. Für uns bedeutet dies, dass der Fonds deutlich unterbewertet ist: Bei einem Verhältnis EV/EBITDA von 2,5 würde kein vernünftiger Unternehmenseigentümer den Verkauf seiner Firma überhaupt in Erwägung ziehen.

Abgesehen von diesen viel versprechenden Gewinnkennzahlen ist auch die durchschnittliche Bilanz mit einem Nettoverschuldungsgrad im Verhältnis zum Eigenkapital von lediglich 25% (gegenüber 54% im MSCI World-Index) solide. Gleichzeitig liegt das Verhältnis immaterielle Vermögenswerte/Eigenkapital bei nur 19% (im Vergleich zu 51% im Index). Unserer Meinung nach wird diese finanzielle Stärke in den nächsten Jahren ein entscheidendes Differenzierungsmerkmal darstellen. Im weiteren Verlauf dieser Informationen für Anleger werden wir diesen Aspekt noch genauer vorstellen.

## Entscheidend ist die Qualität

Wir sind bereits darauf eingegangen, dass 2009 eine Erholungstendenz zu beobachten war, bei der die Aktienmärkte recht willkürlich anstiegen und die Qualität einzelner Unternehmen nicht immer belohnt wurde. Es ist

aber die fundamentale Qualität einer Firma, die letztlich zählt. Lassen Sie uns von diesem Standpunkt aus einmal einen Blick auf die europäischen Märkte werfen.

Im ersten Halbjahr 2010 verlor der MSCI Europe-Index 2,45%. Dabei gewannen Wachstumswerte 2,56% hinzu, während Value-Titel 7,49% einbüßten. In dieser Zeit standen makroökonomische und aufsichtsrechtliche Risiken ganz oben auf der Agenda, wovon Europa im Vergleich zu anderen Regionen besonders betroffen war. Einerseits die Besorgnisse um die Staatsverschuldung und die Währung, andererseits das Risiko, dass die Regierungen die Staatsausgaben kürzen und die Konjunktur dadurch in eine Rezession zurückfallen könnte (ein so genanntes „Double Dip-Szenario“). Wir haben unsere Investments jedoch wie üblich ganz genau analysiert und dabei festgestellt, dass unsere Engagements in europäischen Firmen nach wie vor solide Gewinn Tendenzen und robuste Bilanzen aufweisen. Interessanterweise hat der Sparinvest European Value trotz aller Probleme an den europäischen Märkten insgesamt 5,52% zugelegt – und die europäischen Titel, die in unseren global ausgerichteten Fonds vertreten sind, entwickelten sich ebenso erfreulich. Letztendlich interpretieren wir zwar nicht allzu viel in die Ergebnisse eines halben Jahres hinein. Allerdings sehen wir derzeit – anders als auf dem Höhepunkt der Kreditkrise Ende 2008 und während des Großteils des Jahres 2009 – einige Anzeichen dafür, dass die Qualität der einzelnen Unternehmen an den Aktienmärkten inzwischen wieder belohnt wird.

Bei einer Betrachtung unserer europäischen Investments fällt auf, dass sich unsere Gewichtungen ein wenig auf Nordeuropa konzentrieren, was uns in den letzten Monaten zweifellos zugute kam. Dies ist möglicherweise auch ein gutes Beispiel dafür, inwieweit makroökonomische Aspekte in unsere Bewertung der Ertragskraft eines einzelnen Unternehmens einfließen. So haben wir keine strategische Entscheidung getroffen, beispielsweise Firmen aus Spanien zu meiden. Vielmehr kann man sagen, dass die Bewertungen dieser Unternehmen nach einer Analyse der letzten Jahre unserer Meinung nach nicht interessant genug waren, um für uns attraktive Investments darzustellen. Sicherlich kann sich dies je nach Entwicklung der entsprechenden Aktienkurse aber auch wieder ändern.

## Schuldenabbau: Ausgeben oder sparen – oder beides?

Wenn wir über die Qualität unserer Positionen sprechen, ist der Verschuldungsgrad dabei ein für uns zentraler Faktor. Dieser Aspekt ist auch von höchster Relevanz, wenn man das Zusammenspiel der makroökonomischen

Tendenz einerseits und der individuellen Entwicklungen auf Unternehmensebene andererseits betrachtet. Unabhängig davon, ob man dabei nun den Otto Normalverbraucher oder aber den CEO einer Firma, oder einen Staatschef im Blick hat – hohe Schulden sowie der entsprechende Bedarf, diese zu tilgen, waren in letzter Zeit beherrschende Themen.

Es gibt die moderne Legende von einem Schild an einer Bank, auf dem steht: „Wir leihen Ihnen genug Geld, um Ihre Schulden vollständig zu tilgen.“ Dieses Zitat versinnbildlicht eine in den letzten Jahren recht verbreitete Grundhaltung, dass man einen Kredit stets mit einem anderen Kredit ablösen kann und dass man irgendwo immer irgendjemanden findet, der bereit ist, einem noch mehr Geld zu leihen. Allerdings wurden Privatpersonen, Firmen und sogar Staaten, die so vorgegangen sind, in den letzten Jahren die Augen geöffnet. Zuerst traf es den Privatsektor, und als dieser seine Schulden nicht abbauen konnte, eilten die Staaten zur Hilfe – sei es nun in Form unmittelbarer Rettungsaktionen, durch indirekte Finanzspritzen oder aber mittels konjunktureller Ankurbelungsmaßnahmen. Diese Maßnahmen selbst finanzieren sich jedoch nicht auf wundersame Weise aus dem Nichts heraus, so dass die Haushaltsdefizite sowie die Schuldenlast vieler Länder schließlich deutlich angestiegen sind.

Trotz dieses verlockenden Schilds an der Bank kann die Gesamtwirtschaft ihre Schulden letztlich also nicht tilgen, indem sie immer neue Kredite aufnimmt. „Es gibt lediglich zwei Wege, um seine Schulden zu bezahlen: mehr Geschäft machen und höhere Einnahmen erzielen, oder bei den Ausgaben mehr zu sparen.“ Diese Äußerung stammt von Thomas Carlyle aus dem 19. Jahrhundert, und seine Worte haben ihre Gültigkeit bis heute nicht verloren: Die einzige realistische Möglichkeit, Schulden abzubauen, besteht darin, entweder mehr einzunehmen oder aber weniger auszugeben. Das ist jedoch leichter gesagt als getan, denn wie wir bereits in der letzten Ausgabe unserer Informationen für Anleger angemerkt haben: „Man muss Geld ausgeben, um Geld zu verdienen.“

Dies verdeutlicht die Zwickmühle, in der sich die Staatschefs auf dem letzten G20-Gipfel in Toronto befanden, recht gut. Die Vorkommnisse in Griechenland haben gezeigt, wie dringend notwendig es ist, die Staatsverschuldung wieder in den Griff zu bekommen. Und eine naheliegende Möglichkeit wären Kürzungen der Staatsausgaben. Allerdings besteht die berechtigte Sorge – die insbesondere von US-Seite vorgebracht wurde – dass die Konjunkturerholung unter einer zu raschen Senkung der Staatsausgaben leiden könnte. Denn dies würde schließlich zu niedrigeren Einnahmen im Privatsektor und

somit auch zu geringeren Steuereinnahmen für den Staat führen. Die Inflation ist in dieser Gleichung offensichtlich ebenfalls ein entscheidender Faktor, denn die inflationäre Entwicklung kann bei korrekter Steuerung dazu beitragen, die Schuldenlast eines Landes zu senken. Aber zu welchem Zeitpunkt sollten die Staaten ihre Ausgaben senken und Einsparungen vornehmen? Natürlich gibt es dafür keine Patentlösung. In der Abschlusserklärung der G20-Staaten wurde das Dilemma schließlich noch einmal im Kern zusammengefasst. Dabei war man sich einig, dass jedes Land unter Berücksichtigung der individuellen Umstände seinen eigenen Weg heraus aus der Schuldenkrise finden muss. Allerdings ist auch klar, dass dadurch das Problem kurzfristig nicht gelöst wird: Vielen Ländern steht vielmehr eine langwierige Gratwanderung bevor, bei der sie das empfindliche Gleichgewicht zwischen der notwendigen Ankurbelung des Wachstums einerseits und den erforderlichen fiskalischen Sparmaßnahmen andererseits sicherstellen müssen.

Welche Auswirkungen hat dieses Umfeld nun aber auf einzelne Aktien? Zunächst möchten wir an dieser Stelle noch einmal betonen, dass man zwischen Staaten und Unternehmen unterscheiden muss. Die fundamentalen Bedingungen, von denen Firmen beeinflusst werden, spiegeln nicht zwangsläufig die Trends einer gesamten Volkswirtschaft oder eines Landes wider. Um es ganz offen zu sagen investieren wir nicht in BIP-Zahlen oder Staatsverschuldungsquoten, sondern vielmehr in die Ertragskraft und die Bilanzen einzelner Unternehmen.

Wirklich interessant an den politischen Diskussionen über die Staatsverschuldung ist aber, dass sich die Unternehmensleitungen derzeit praktisch in einer genau umgekehrten Zwickmühle befinden: Wann sollen sie ihre Sparsamkeit aufgeben und wieder damit beginnen, Geld auszugeben? Beim Ausbruch der Kreditkrise bemühten sich die Firmen, Verbindlichkeiten aus ihren Bilanzen zu eliminieren, ihre Schulden zu senken und Barreserven aufzubauen. Ironischerweise wurde dies in vielen Fällen durch den weltweiten Rückgang der Nachfrage sogar noch vereinfacht. Denn wenn niemand deine Produkte kauft, musst du sie auch nicht herstellen, so dass du auch selbst nichts einkaufen musst. Der Einbruch der Nachfrage hatte also zur Folge, dass die Ausgaben der Firmen für Rohstoffe sanken, die Lagerbestände nach Möglichkeit nicht weiter aufgestockt, übliche Instandhaltungskosten hinausgezögert und der Bau neuer Produktionsstätten verworfen wurden.

Natürlich reichten diese Maßnahmen bei einigen Unternehmen aber nicht aus, so dass diese Firmen gezwungen waren, noch drastischere Schritte einzuleiten, um ihre Bilanzen zu restrukturieren. Dazu zählte

beispielsweise die Emission zusätzlicher Aktien, was insbesondere für bereits investierte Aktionäre nicht gerade erfreulich ist. Aber welchen Weg die Unternehmen letztlich auch eingeschlagen haben, der allgemeine Trend der letzten beiden Jahre ist eindeutig: Schulden sind schlecht, und Bargeld ist Trumpf. Betrachtet man die aktuelle Nettoverschuldungsquote der im MSCI World-Index vertretenen Firmen im Vergleich zum März 2009, so ist diese von seinerzeit 59% auf mittlerweile 54% zurückgegangen.

Die große Frage ist nun aber: Wann sollten die Unternehmen angesichts der Konjunkturerholung wieder investieren, und sind sie finanziell überhaupt in der Lage dazu? Es gibt in der Gesamtwirtschaft zwar zweifellos einige positive Anzeichen, aber die jüngsten Ereignisse haben das Bild erneut getrübt. Darüber hinaus sind der Zeitpunkt sowie der Verlauf einer Erholungstendenz nicht absehbar. Wann soll eine Firma ihre Lagerbestände also wieder aufstocken, die dringend benötigten neuen Maschinen kaufen oder den Grundstein für die neue Fabrik legen?

Am schwierigsten ist die Lage für jene Unternehmen, die sogar jetzt noch extrem hoch verschuldet sind. Zum einen ist die Kaufkraft dieser Firmen nicht hoch genug, um an der Erholungstendenz vollständig zu partizipieren. Und zum anderen könnte ihnen durch noch höhere Schulden und gestiegene Kosten eine untragbare Belastung drohen, falls sie übereilt handeln und schon vor einem erneuten Anstieg der Nachfrage wieder investieren. Darüber hinaus gibt es aber auch viele Unternehmen mit inzwischen zwar scheinbar wieder geringeren Verbindlichkeiten, was aber hauptsächlich die Folge kurzfristiger Liquiditätsmaßnahmen war, die während der letzten Jahre ergriffen wurden: d.h. das Ergebnis geringerer Investitionsausgaben, eines Abbaus der Lagerbestände und so weiter. Zwar verfügen diese Firmen nun über eine gewisse Finanzkraft, die jedoch rasch ausgeschöpft sein wird, sobald sie ihre Lager wieder auffüllen. Bei unserer Analyse ist es deshalb wichtig, über die allgemeinen Zahlen hinaus zu erkennen, worauf Veränderungen von Kennzahlen wie der Verschuldungsquote wirklich zurückzuführen sind.

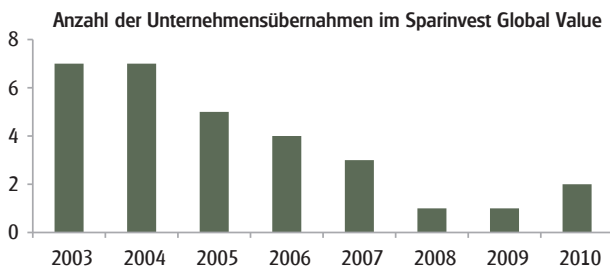
Wir investieren in Unternehmen, die nicht nur dank kurzfristiger Notfallmaßnahmen lediglich gering verschuldet sind, sondern aufgrund ihrer langfristigen finanziellen Besonnenheit. So weisen unsere Positionen eine wesentlich niedrigere Verschuldungsquote auf als der breite Markt. Wir sind fest davon überzeugt, dass diese Firmen deshalb über das finanzielle Potenzial verfügen, um nicht nur wieder zur Normalität zurückzukehren, indem die Lagerbestände wieder aufgebaut und Investitionen in

Instandhaltungsmaßnahmen getätigt werden, sondern dass diese Firmen angesichts einer wieder anziehenden Konjunktur expandieren, neue Produktionsstätten bauen oder einen in Schwierigkeiten steckenden Mitbewerber übernehmen können. Darüber hinaus bedeutet die Finanzkraft dieser Unternehmen auch, dass sie im Hinblick auf das Timing keine Gratwanderung vollführen müssen. Auch wenn diese Firmen schon wieder investieren, obwohl die Nachfrage nicht so rasch wieder anzieht wie erwartet, können sie diese Phase mühelos überstehen. Dieses Qualitätsmerkmal unserer Positionen lässt uns den nächsten Monaten und Jahren sehr zuversichtlich entgegenblicken.

### **M&A-Aktivitäten**

Dies wären keine vollständigen Informationen für Anleger, wenn wir nicht auch auf das Thema Unternehmensübernahmen und -fusionen eingehen würden. Wie wir stets betont haben, waren in unseren Fonds in der Vergangenheit tendenziell rege M&A-Aktivitäten zu beobachten. So hat eine Vielzahl von Portfoliositionen unsere Fonds aufgrund von Übernahmen verlassen. Außerdem haben viele unserer Engagements ihre Finanzkraft häufig dazu genutzt, expansiv motivierte Übernahmen zu tätigen und dadurch ihren Vermögensbestand zu erhöhen sowie ihre Ertragskraft zu steigern.

Wir haben auch schon angemerkt, dass an den M&A-Märkten in den vergangenen zwei Jahren nur äußerst verhaltene Aktivitäten zu verzeichnen waren, was sich in gewissem Maße zwangsläufig auch auf unsere Fonds ausgewirkt hat. Wir sind jedoch nach wie vor sehr zuversichtlich, dass unsere Fonds von den nun schrittweise wieder anziehenden Umstrukturierungs- und Übernahmeaktivitäten auf Unternehmensebene profitieren werden. Selbst während der jüngsten Flaute an den Märkten kam es innerhalb unserer Portfolios zu Übernahmen. Dies galt beispielsweise für die Firmen IDS Scheer und Océ sowie für ein noch offenes Angebot für Gewiss. Wie Sie der nachfolgenden Grafik entnehmen können, ist die Zahl der Übernahmen im Vergleich zu früheren Jahren immer noch relativ niedrig. Für uns besteht darin jedoch kein Grund zur Sorge – vielmehr ist genau das Gegenteil der Fall. Betrachtet man unsere aktuellen Positionen, so sehen wir viele „reife Früchte“, die nur noch gepflückt werden müssen. Außerdem sind wir davon überzeugt, dass die M&A-Märkte allmählich wieder Fahrt aufnehmen, was den Portfolios schließlich zugute kommen wird.



Abgesehen davon sollte der Fokus bei einer Betrachtung der M&A-Aktivitäten nicht nur auf Akquisitionen oder Übernahmen liegen. Bei vielen Debatten über die M&A-Märkte wird nämlich das „M“ für „mergers“, also Fusionen, schlichtweg übersehen. Direkte Akquisitionen ziehen schließlich wesentlich mehr Aufmerksamkeit auf sich, vor allem wenn sie feindlicher Natur sind oder mit der Zahlung eines hohen Aufgelds auf den aktuellen Aktienkurs einhergehen. Allerdings können einvernehmliche Fusionen von Mitbewerbern auf lange Sicht auch für deren Aktionäre von Vorteil sein. Ein Beispiel dafür ist die japanische Nicht-Lebensversicherungsbranche, in der die Zahl der Marktakteure derzeit allmählich sinkt. Im April 2010 fusionierten drei unserer Positionen (Mitsui Sumitomo Insurance, Aioi Insurance und Nissay Dowa) zur MS&AD Insurance Group, die daraufhin zur größten Einzeltitel-Komponente einiger unserer Fonds wurde. Neben den dadurch erzielten Skaleneffekten sowie dem somit geringeren Wettbewerb am japanischen Versicherungsmarkt verfügt das Unternehmen nach der Fusion nun sogar über eine höhere Finanzkraft, um international zu expandieren. Diese Form einer Neuausrichtung auf Unternehmensebene kann für die Aktionäre auf längere Sicht einen sehr beträchtlichen Mehrwert zur Folge haben.

## Schlussfolgerungen

Ganz grundsätzlich sind wir sehr erfreut, dass sich unsere Fonds im Vergleich zu den üblichen Benchmarks seit Jahresbeginn 2010 recht ordentlich entwickelt haben. Bei unseren global ausgerichteten Fonds muss man dabei zusätzlich vor Augen haben, dass die Tendenz der Wechselkurse unsere globalen Fonds, die vergleichsweise viele in EUR denominateden Aktien halten, belastet hat. Wir sind in US-Aktien nur relativ geringfügig investiert, und da der USD gegenüber dem EUR gerechnet seit Jahresbeginn um 17% aufgewertet hat, gab der Fonds im Vergleich zu den Benchmarks allein deswegen einige Wertentwicklungsprozente ab. Dies bereitet uns jedoch keine Sorgen. Auf kurze Sicht gibt es immer wieder Quartale, in denen die Wechselkursschwankungen ungünstig sind, und andere, in denen sie sich als vorteilhaft erweisen. Natürlich haben wir die langfristigen Auswirkungen der Währungen auf die Fonds sowie die möglichen Vorteile einer Währungsabsicherung schon oft gründlich analysiert. Die Ergebnisse dieser Untersuchungen sprechen jedoch eindeutig dafür, dass die Wechselkursschwankungen auf Sicht von mehreren

Jahren nur einen äußerst begrenzten Einfluss auf die Wertentwicklung haben.

Gleichzeitig haben sich die in den Portfolios vertretenen europäischen Unternehmen trotz des zuletzt schwierigen Umfelds wie bereits oben erwähnt vergleichsweise erfreulich entwickelt. Im zweiten Quartal, in dem die europäischen Indizes gegenüber anderen Regionen sehr schlecht abschnitten, legten unsere europäischen Engagements größtenteils ebenso gute Ergebnisse vor wie unsere Investments in Japan und Nordamerika. Natürlich interpretieren wir in die Wertentwicklung eines Quartals oder eines Halbjahres nicht allzu viel hinein. Für uns läuft es im Endeffekt nämlich darauf hinaus, über welche Qualität unsere Positionen eigentlich verfügen und welches Potenzial sie für die nächsten Jahre aufweisen.

Nach der Kreditkrise gab es natürlich zunächst eine große Welle der Erleichterung, weil die Menschen – ebenso wie die Aktienmärkte – erkannten, dass die Welt nun doch nicht untergegangen ist. Aber dieses Problem ist einfach nicht leicht oder gar schnell zu lösen. Auch der Schuldenabbau lässt sich letztlich nicht abkürzen, so dass dies ein langwieriger und schrittweiser Prozess sein wird. Das bedeutet nicht, dass wir die Konjunkturaussichten besonders negativ beurteilen – sicherlich identifizieren auch wir einige positive Indikatoren – aber wir halten die Zukunftsaussichten nach wie vor für unsicher. Wie wir bereits oft erwähnt haben, wissen auch wir nicht, welchen Verlauf die Erholungstendenz nehmen oder welches Tempo sie vorlegen wird. Was uns im Hinblick auf unsere Fonds jedoch absolut zuversichtlich stimmt, ist aber die Tatsache, dass die von uns gehaltenen Positionen über erfolgreiche Geschäftsmodelle und solide Bilanzen verfügen, weshalb sie auch nicht mit dem Rücken zur Wand stehen. Sie haben ihr Schicksal stattdessen selbst in der Hand, können auch unsichere Phasen überstehen und nutzen ihre Finanzkraft, um von einer Normalisierung der konjunkturellen Lage in hohem Maße zu profitieren.

Wir möchten erneut darauf hinweisen, dass das Bewertungsniveau unserer Fonds derzeit sehr attraktiv ist und sich nach wie vor in der Nähe seiner historischen Tiefs befindet. Gleichzeitig filtern wir an den Märkten weiterhin attraktive neue Anlagechancen heraus, die der Wertentwicklung unserer Meinung nach zukünftig zugute kommen können. In der Kombination könnten diese beiden Faktoren unseres Erachtens nach in den nächsten drei bis fünf Jahren zudem attraktive Value-Investmentchancen eröffnen.

*Mit freundlichen Grüßen*

**Jens Moestrup Rasmussen**

Lead Portfolio Manager

12. Juli 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



**Morten Rønnow Tandrup**  
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. Quellen (sofern angegeben): Sparinvest, Morningstar, Standard & Poors, Feri, Telos und Bloomberg zum jeweils angegebenen Datum.