

# **„In Deutschland finden wir nur noch vereinzelt unterbewertete Unternehmen.“**

Natalia Wolfstetter | 2007-05-29

**Jens Moestrup Rasmussen managt insgesamt etwa 4,5 Mrd. Euro nach dem Value-Ansatz. Er steuerte den Sparinvest Global Value bis 2004 (bei geringerem Volumen) alleine, danach wurde das globale Aktienteam bei der dänischen Sparinvest auf mittlerweile 5 Personen aufgestockt.**

**Herr Rasmussen, bitte schildern Sie uns Ihr Verständnis von „Value“?**

Unsere Investmentphilosophie stützt sich auf die Erkenntnisse von Benjamin Graham. Sein Buch „Security Analysis“ ist unsere Bibel. Er hat als erster erkannt, dass ein Unternehmen über zwei Bewertungen verfügt. Zum einen der Marktpreis an der Börse. Zum anderen der innere Wert des Unternehmens. Kurz- oder mittelfristig können die beiden Werte voneinander abweichen. Wenn der Kurs einer Aktie deutlich unter dem inneren Wert des Unternehmens liegt, dann ist für uns der richtige Zeitpunkt einzusteigen. Allerdings überprüfen wir vor jedem Investment das damit verbundene Risiko. Ist ein Unternehmen beispielsweise zu hoch verschuldet, dann nützt auch jede Unterbewertung an der Börse nichts – in unser Portfolio wird es nicht aufgenommen. Wir bevorzugen eine starke Bilanz mit niedrigem Fremdkapital und niedrigen versteckten Werten. Insofern sind wir die Konservativen unter den Value-Strategen – die ja ohnehin schon als sehr konservativ gelten.

**Wie berechnen Sie den inneren Wert?**

Um den inneren Wert eines Unternehmens zu bestimmen nutzen wir viele Kennzahlen. Wichtige Kriterien sind zum Beispiel ein niedriges Kurs-Buch-Verhältnis, ein niedriges Kurs-Gewinn-Verhältnis, ein niedriges Verhältnis von Nettoverbindlichkeiten zum Eigenkapital sowie ein niedriges Verhältnis vom Unternehmenswert zum Ertrag vor Zinsen und Steuern.

**Unter den zehn größten Positionen im Global Value befinden sich die deutschen Unternehmen Hochtief, MAN und Salzgitter. Warum haben Sie genau in diese Aktien investiert? Was macht sie zu Value-Aktien, zumal es eher zyklische Werte sind?**

Wir investieren überall dort, wo wir unterbewertete Aktien finden. Tendenziell werden wir vor allem in soliden Volkswirtschaften fündig, die unter einer kurzfristigen Depression leiden. Spötter hatten mir schon geraten, den Fonds in den „Depressions-Fonds“ umzubennen. Das halte ich aber für übertrieben. Dennoch war diese Stimmung zum Beispiel 2002 und 2003 in Deutschland vorherrschend. Keiner hat damals mehr an das Qualitätssiegel „Made in Germany“ geglaubt. In der Folge waren gesunde, deutsche Unternehmen mit einer einwandfreien Bilanz an der Börse extrem günstig bewertet. Da haben wir zugegriffen. Bereits im vergangenen Jahr konnten wir anfangen, die Früchte dafür zu ernten. Seither konnten wir mit deutschen Werten am meisten verdienen. Und angesichts der aktuellen Wachstumsaussichten werden sich die deutschen Positionen im Portfolio auch in diesem Jahr bezahlt machen.

Bezüglich der drei Werte, die Sie genannt haben, bleibt zu sagen, dass wir in MAN und die Salzgitter AG bereits seit längerem investiert sind. Beide Aktien haben mittlerweile zugelegt, so dass ein Investment heute für uns nicht mehr in Frage kommt, denn die Sicherheitsspanne (Differenz zwischen Börsenkurs und innerem Wert) ist nicht mehr groß genug. Chancen bieten dagegen deutsche Bauwerte wie Hochtief. Der Essener Baukonzern punktet mit hohen Auftragsbeständen und aussichtsreicher Marktposition in den Boomregionen Osteuropa und Asien.

**Welche Bedeutung haben Übernahmen für den Global Value Fonds, Stichwort Volkswagen?**

Grundsätzlich mögen wir Übernahmen. Denn das ist für uns immer ein Zeichen, dass auch jemand anderes im Markt den wahren Wert des Unternehmens erkannt hat. Viele unserer Positionen im Global Value Fonds enden in Übernahmen. Der Markt für Firmenkäufe und –verkäufe erlebt derzeit einen wahren Boom, bei dem noch kein Ende in Sicht ist. In diesem Jahr hatten wir bereits das erste Übernahmeangebot. Und zwar legte Porsche ein Angebot für Volkswagen vor. Dies kam allerdings nicht sonderlich überraschend. Denn nach dem deutschen Gesetz muss ein Anleger ein Angebot für das gesamte Unternehmen machen, sobald er mehr als 30 Prozent der Aktien hält. Das offizielle Übernahme-Angebot von Porsche liegt mit 100,92 EUR pro VW-Stammaktie allerdings unter dem aktuellen Kurs von 110,75 Euro (Stand: Schlusskurs vom 04.05.2007).

**Sie investieren ausschließlich in Aktien, die eine hohe Sicherheitsspanne aufweisen. Finden Sie aktuell ausreichend Werte, die einen mindestens 40-prozentigen Kursabschlag auf ihren inneren Wert aufweisen?**

In der Tat finden wir zum Beispiel in Deutschland nur noch vereinzelt unterbewertete Aktien, unmöglich ist dies

aber nicht geworden. Dafür gibt es in Japan umso mehr Aktien nach unserem Geschmack. Die Börsenbewertungen japanischer Unternehmen fallen niedrig aus, die Unternehmenserträge sind dagegen hoch. Wie es scheint, befindet sich die japanische Wirtschaft in einer langsamen, jedoch stabilen Aufschwungphase.

**Der Fonds hatte im vergangenen Jahr starke Zuflüsse. Zusammen mit der dänischen Variante des Fonds verwalten Sie mittlerweile 4,5 Mrd. Euro anhand Ihrer Value-Strategie. Planen Sie, die Fonds zu schließen, wenn ein bestimmtes Fondsvolumen erreicht ist?**

Bisher sehen wir noch keine Anzeichen, uns über eine mögliche Schließung Gedanken zu machen. Mit einem Volumen von einer Milliarde Euro haben wir noch viel Potenzial, um weiter zu wachsen.

**Die Länderallokation im Global Value Fonds ist etwas untypisch – deutsche und japanische Aktien machen fast 50 Prozent des Portfolios aus, amerikanische Aktien dagegen nur einen Bruchteil. Warum?**

Die Gründe für die Übergewichtung deutscher und japanischer Aktien habe ich bereits genannt. Was den amerikanischen Markt anbelangt, würde ich nicht sagen, dass wir eine grundlegende Aversion gegen ihn hegen. Es ist einfach so, dass wir zurzeit in den USA zu wenig unterbewertete Aktien finden. Und allein darauf kommt es uns an. Es ist egal, in welchem Land oder in welcher Branche ein Unternehmen operiert. Uns interessiert einzig und allein die Unterbewertung. Nur Schwellenländer kommen für den Global Value Fonds nicht in Frage. Das politische Risiko wollen wir nicht in unserem Portfolio haben.

**Vielen Dank für das Gespräch.**

Dieses Interview erschien ursprünglich in der Zeitschrift Going Public.

---

Natalia Wolfstetter ist Fondsanalystin bei Morningstar Deutschland. Sie würde gerne Ihre Anmerkungen hören, kann jedoch keine Anlageempfehlungen aussprechen. Sie erreichen sie unter [natalia.wolfstetter@morningstar.com](mailto:natalia.wolfstetter@morningstar.com).