



### **Bewegte Zeiten – ein ruhiger Blick zurück**

Die letzten Monate und Quartale waren mehr als speziell und prägend, auf sämtlichen Ebenen. Gerne möchten wir daher, mit dem Fokus auf unsere Investmentphilosophie, mit ein wenig Distanz und Ruhe, zurückblicken auf für uns wichtige Punkte und Gedanken.

Gerne finden Sie hierfür die letzten Quartalsberichte hier kompakt zusammengestellt, mit den folgenden Themen:

4Q2019	Unsere drei grössten strukturellen Sorgen und wie wir damit umgehen
1Q2020	Eine strikte Einhaltung des Value-Konzepts ist wichtiger denn je
2Q2020	Die Relevanz von Deep-Value-Investing in der modernen Wirtschaft
3Q2020	Dividendenrendite – eine bedeutende Stabilitäts- und Ertragsquelle für das Portfolio
4Q2020	Wie wir immaterielle Vermögenswerte in unserem Bewertungsprozess behandeln

Wir hoffen es hat einige spannende Gedanken für Sie dabei. Für Fragen oder weitere Informationen stehen wir natürlich sehr gerne persönlich zur Verfügung ([info@sgvaluepartners.ch](mailto:info@sgvaluepartners.ch)).



# Quartalsbericht 4Q2019

## Rückblick 4Q2019

Seit der Talfahrt der Aktienmärkte nach der Finanzkrise vor mehr als 10 Jahren scheint es, als hätten die Anleger dem anschliessenden starken Aufwärtstrend nie wirklich getraut. Insbesondere in den USA macht das Wort von der „meistgehassten Rallye der Börsengeschichte“ die Runde. Zwar hat man das Gefühl, ja irgendwie am Markt teilnehmen zu müssen, aber man tut es ohne rechte Überzeugung und Stringenz. Mit anderen Worten: Die Anleger haben Angst, dass ihnen etwas entgehen könnte, beteiligen sich aber am Spiel nur mit grossem Unbehagen und Widerwillen. Nach unserer Einschätzung könnte diese Haltung erhebliche nachteilige systemische Auswirkungen haben, wie wir im folgenden Abschnitt erläutern.

## Ausblick, Gedanken und Themen

### Unsere drei grössten strukturellen Sorgen und wie wir damit umgehen

Im Zusammenhang mit Finanzmärkten hat „Risiko“ für die verschiedenen Akteure recht unterschiedliche Bedeutungen. Die meisten Trader und Investoren definieren es an Hand des potentiellen negativen Einflusses, den Medienschlagzeilen auf den Aktienkurs haben können (d.h. taktisch und relativ). Für uns dagegen hat Risiko eine stärker strukturelle und absolute Bedeutung. In diesem Bericht beschreiben wir drei wichtige Aspekte, die für uns Anlass zur Besorgnis sind, und erläutern, welche Vorkehrungen wir in der Konzeption unserer Anlagedisziplin getroffen haben, um damit umgehen zu können.

#### **Sorge Nr. 1: Die Märkte unterschätzen unbekannte systemische Risiken.**

*Hintergrund und Implikationen:* Unserer Ansicht nach implizieren die vorherrschenden konventionellen Ansichten über den Markt eine eher optimistische Sicht auf das zukünftige Weltgeschehen, und das ist nicht immer klug. Naturkatastrophen, Pandemien, Gefahren durch Cyberattacken oder technologische Ausfälle, grössere Liquiditätskrisen auf den Finanzmärkten oder andere weitreichende Schockereignisse sind dabei besonders schwerwiegend, denn ihre Art, ihr Ausmass und ihre Auswirkungen sind im Vorfeld nicht genau zu fassen.

*Vorkehrungen unserer Anlagedisziplin:* Wir sehen es als unsere Aufgabe an, jederzeit so klug und so realistisch wie wir können für das Unbekannte zu planen. Für uns bedeutet dies, dass wir uns beim Grossteil des Fondsportfolios auf die für eine moderne Wirtschaft wesentlichen Waren und Dienstleistungen konzentrieren. Dieses Anlageuniversum umfasst physische Infrastruktur (zum Beispiel Unterkunft, Energie, Verkehr), immaterielle Infrastruktur (zum Beispiel Telekommunikation, Stromversorgung, Information, Finanzdienstleistungen) und grundlegende Bedarfsgüter des Menschen (zum Beispiel Nahrungsmittel und Getränke, Hygiene- und Gesundheitsartikel, Kleidung). Gleichzeitig halten wir uns – mit wenigen Ausnahmen – von den modischen „nice-to-have“-Angeboten in den Bereichen Mode und Luxus, Freizeit und Reisen, sozialen Medien und Unterhaltung sowie technischen Spielereien fern.



**Sorge Nr. 2: Die Aktienbewertung ist extrem verzerrt und beruht auf einer zu schmalen Basis.**

*Hintergrund und Implikationen:* Der starke Trend hin zu indexgebundenen und quantitativen Investmentstrategien in den vergangenen zwei Jahrzehnten hat zu einer enormen Konzentration bei der Anlagepositionierung geführt, die sich auf eine Handvoll von populären und häufig erwähnten Anlageobjekten beschränkt, während zahlreiche kleinere Unternehmen unter dem Radarschirm der Anleger bleiben. Diese „Market Internals“, können daher eine längere Verzerrung in der Aktienbewertung auslösen, die zu einer ungünstigeren Portfoliostrukturierung führen kann.

**Vorkehrungen unserer Anlagedisziplin:** Die Ausnutzung dieses Fehlbewertungseffekts trifft im Kern genau das, worum es uns als antizyklisch denkende substanzorientierte Anleger geht, nämlich: die von den Anlegern vernachlässigten und ignorierten „versteckten Perlen“ zu finden, die preisgünstig zu erwerben sind. Natürlich zahlen wir dafür den Preis, dass wir geduldig warten müssen, bis diese Unternehmen in der Lage sind, ihre Expansionspläne zu finanzieren, und bis der Markt ihren vollen Wert erkennt und mit entsprechenden Kurskorrekturen darauf reagiert hat.

**Sorge Nr. 3: Die Zinsen sind unnatürlich niedrig.**

*Hintergrund und Implikationen:* Aus einer Vielzahl von oft zitierten Gründen haben sich die Zinsen nach der Finanzkrise weltweit nicht auf ein normales Niveau erholt. Dadurch ist ein Grossteil der westlichen Welt zu stark konsumorientiert, während das Sparen in den Hintergrund getreten ist. Im grössten Teil Europas sowie Nord- und Südamerikas ist wegen der leicht verfügbaren billigen Finanzierung die Versuchung für die Haushalte gross, Geld für Annehmlichkeiten auszugeben. Gleichzeitig sind die Ersparnisse, die die allgemeine Bevölkerung für zukünftige Bedürfnisse zurücklegt, angesichts der sinkenden Auszahlungen aus staatlichen und privaten Altersvorsorgeprogrammen nicht ausreichend. Ähnlich tendieren auch private und öffentliche Unternehmen dazu, auf Kosten der zukünftigen Wettbewerbsfähigkeit grosszügig Geld für kurzfristige Dinge auszugeben. So ziehen es z. B. viele Unternehmen vor, die Dividenden zu erhöhen oder Aktien zurückzukaufen, und geizen mit Investitionsausgaben. Auch Regierungen sind eifrig bemüht, ihren unmittelbaren Haushaltsverpflichtungen nachzukommen, auf Kosten dringend notwendiger langfristiger Investitionen in die öffentliche Infrastruktur.

**Vorkehrungen unserer Anlagedisziplin:** Während sich der grösste Teil der Finanzwelt auf das kurzfristige Management von nominellen Werten und relativen Renditen zurückgezogen hat, bleiben wir auf langfristige reale und absolute Parameter fokussiert. Schliesslich kann man nur mit absoluten Renditen, die durch reale Werte erwirtschaftet wurden, seine Rechnungen bezahlen – mit relativen und nominellen Konzepten auf der Grundlage von Momentumstrategien geht das nicht. Deshalb bleibt es unser Ziel, im Laufe der Zeit solide, wenn auch unspektakuläre, Netto Renditen zu erwirtschaften, um so zum gewünschten langfristigen Vermögensaufbau unserer Anleger beizutragen. Strukturell investieren wir dabei bevorzugt in kapitalintensive Unternehmen mit langen Zyklen (d.h. Maschinenbau, Werkstoffe, Land und Landwirtschaft, Energie, Versorger sowie andere Basisgüter). Diese mögen als Investitionsobjekte aktuell nicht in Mode sein, stellen aber im Zeitverlauf unersetzliche Aktiva dar.

Wir sind davon überzeugt, dass der Fonds dank dieser Vorkehrungen gut gerüstet ist, um zukünftige Unsicherheiten aller Art zu meistern.

Mit freundlichen Grüssen,

Gregor Trachsel,  
Chief Investment Officer SG Value Partners AG



# Quartalsbericht 1Q2020

## Rückblick 1Q2020

Die Sistierung grosser Teile der globalen Geschäfts- und Industrieaktivität infolge des Coronavirus-Ausbruchs hat zu einer äusserst inkohärenten Preisfindung an den Märkten geführt. Alle handelbaren Finanzinstrumente, einschliesslich des vermeintlich stabilsten Segments der Staatsanleihen in den sogenannten «Hartwährungen», haben dabei ein extrem unberechenbares Kursverhalten gezeigt. Die Schwankungen an den Aktienmärkten waren sogar noch heftiger. Glücklicherweise steht bei unserem Deep-Value-Ansatz der innere Wert jedes Portfoliounternehmens im Mittelpunkt. Dies ist der entscheidende Ankerpunkt unserer alltäglichen Entscheidungsfindung und erweist sich als wesentlich stabiler für die Analyse als die täglichen Kursbewegungen, auf die sich die Mehrheit der anderen Marktteilnehmer stützt.

## Ausblick, Gedanken und Themen

### Eine strikte Einhaltung des Value-Konzepts ist wichtiger denn je

Einer der positiven Aspekte, die ungewisse und beängstigende Zeiten wie diese mit sich bringen, besteht darin, dass sie letztendlich zeigen, wie ernsthaft, gewissenhaft und durchdacht ein bestimmtes Anlageprogramm umgesetzt wird. In diesem Bericht möchten wir fünf der Elemente hervorheben, die aufzeigen, warum diese Eigenschaften auf den Fonds zutreffen. **Erstens liefern alle Portfoliounternehmen nachweislich unentbehrliche Produkte und Dienstleistungen.** Der Fonds investiert hauptsächlich in Bereiche wie öffentliche Versorgung (z. B. Strom, Gas, Wasser, Heizung), Telekommunikation, ausgewählte Finanzdienstleistungen, Handel und Gesundheit, Logistik und Transport, Nahrungsmittel, Grundstoffe, Energie und Basisinfrastruktur. All diese Sektoren können ihrem Wesen nach als „Must-have“ angesehen werden und nicht nur als „Nice-to-have“. In der jetzigen Krise ist klar geworden, dass „Nice-to-have“ praktisch keine Bedeutung mehr hat, jedenfalls nicht in der unmittelbaren Zukunft.

**Zweitens, all unsere Portfoliounternehmen haben nachweislich nachvollziehbare und transparente Bilanzen.** Dass dies so ist, liegt an unserem Analyseansatz, bei dem die Bilanz eine zentrale Rolle spielt. Konkret bedeutet das, dass wir eine Anlagemöglichkeit nur dann näher ins Auge fassen, wenn wir die Situation des Unternehmens im Hinblick auf seine Aktiva und Passiva gut genug verstehen. Die Klarheit ihrer Bilanzen erleichtert unseren Unternehmen wiederum den schnellen Zugriff auf Finanzierungsquellen wie Fremd- (einschliesslich Kredite) oder Eigenkapital, um auch wirtschaftlich schwierige Zeiten wie die jetzige zu überstehen. Darüber hinaus erweist sich unsere seit langem gehegte Vorliebe für Investitionen in Unternehmen, die durch einen Familien-, strategischen oder staatlichen Grossaktionär kontrolliert werden oder andere strategische Aktionärsstrukturen aufweisen, insofern als äusserst vorteilhaft, weil diese Unternehmen üblicherweise langjährige Beziehungen mit ihren Finanzierungspartnern pflegen. Damit stehen sie an erster Stelle, wenn es darum geht, Kapitalquellen anzuzapfen – anders als Unternehmen, die über keine derartigen Bindungen verfügen.



**Drittens, alle unsere Portfoliounternehmen sind nachweislich krisenerprobt.** Für die meisten Unternehmen in unserem Bestand liegt es in der Natur der Sache, dass ihr Geschäft schwierig ist, sei es aufgrund der Wettbewerbssituation oder durch konjunkturelle oder operative Herausforderungen. Aber gerade diese Faktoren bedeuten auch, dass diese Unternehmen unterbewertet und damit für uns überhaupt erst als Anlageobjekt von Interesse sind. Unternehmen, die es schon zu normalen Zeiten gewohnt sind, unter Druck zu stehen, sind in der Regel besser gewappnet mit Notsituationen umzugehen als Unternehmen, deren Geschäft bislang in ruhigem Fahrwasser verlaufen ist.

**Viertens, das Anlageprogramm des Fonds arbeitet gänzlich ohne Hebelinstrumente.** Unsere Strategie verzichtet grundsätzlich auf den Einsatz jeglicher Finanzierungsinstrumente oder Derivate, um den Portfolioertrag zu erhöhen. Deshalb besteht beim Fonds seinerseits keine Gefahr eines „Zwangsverkaufs“ aufgrund von Nachschuss- oder Margenausgleichverpflichtungen. Diese Struktur ermöglicht es uns, auch harte Zeiten durchzustehen und uns auf das zu konzentrieren, worauf es ankommt, nämlich die richtige langfristige Strategie und Positionierung bzw. Zusammensetzung des Portfolios.

**Und fünftens, wir haben ein vitales Eigeninteresse.** Alle Mitglieder des Portfolio-Managementteams haben einen beträchtlichen Teil ihrer persönlichen Ersparnisse in den Fonds investiert. Somit geben wir nicht nur gut gemeinte Ratschläge, wir tragen auch selbst die Konsequenzen. Anders gesagt: Unsere eigenen Interessen und die unserer Mandanten sind identisch. Und wir sind absolut davon überzeugt, dass die konsequente und solide Strategie, die wir seit Jahren verfolgen, weiter die richtige ist, um uns alle – den aktuellen und künftigen Herausforderungen zum Trotz – in eine erfolgreiche Zukunft zu steuern.

Mit freundlichen Grüßen,

Gregor Trachsel,  
Chief Investment Officer SG Value Partners AG



# Quartalsbericht 2Q2020

## Rückblick 2Q2020

Die führenden Zentralbanken der Welt haben ihre Bereitschaft bekräftigt, im Wesentlichen unbegrenzte Liquidität zur Verfügung zu stellen, um das Wirtschaftssystem zu unterstützen. Dies führte zu einer Beruhigung an den Finanzmärkten, die in der Folge einen Teil ihrer pandemiebedingten Verluste in der zweiten Hälfte des ersten Quartals wettmachen konnten. Die daraus resultierende Geldflut, die auf die Aktienmärkte schwappte, strömte hauptsächlich in Index-Schwergewichte und Momentum-Trades, die sich auf eine kleine Gruppe beliebter Aktien aus den Bereichen Technologie, Internetdienste und Pharma konzentrierten. In unserem Quartalskommentar gehen wir näher auf die strukturellen Aspekte der mutmasslichen Ursachen dieser Entwicklung ein. Und – noch wichtiger – wir zeigen auf, wie wir versuchen, die damit verbundenen Fallen zu umgehen und Chancen zu nutzen.

## Ausblick, Gedanken und Themen

### Die Relevanz von Deep-Value-Investing in der modernen Wirtschaft

Rund um den Globus lockern die Zentralbanken die geldpolitischen Zügel immer weiter. Die daraus resultierende Liquidität fliesst weiterhin in die üblichen Favoriten der New Economy wie Hightech, Social Media, Fintech und Biotech. Gleichzeitig werden Sektoren der sogenannten «Old Economy», das heisst kapitalintensive Branchen wie Maschinenbau und Investitionsgüter, Fertigung, Logistik und Transportwesen, Energie, Strom, Telekommunikation und grundlegende Finanzdienste, weiterhin vernachlässigt. Es scheint, als hätten zahlreiche Anleger diese Branchen aufgegeben und setzten alles auf die Karte der digitalen und virtuellen Welt.

In der derzeitigen Situation stellt sich natürlich die Frage, ob die Old Economy schrittweise irrelevant geworden ist. Unsere Antwort lautet aus logischen Gründen eindeutig „Nein“. Die grundlegenden menschlichen Bedürfnisse wie Nahrung, Schutz und Kleidung können weder digitalisiert noch virtualisiert werden. Logistik- und Transportleistungen können ohne physische Mittel wie Schiffe, Flugzeuge, Züge, Lastwagen und Autos nicht erbracht werden. Für die Telekommunikation braucht es Glasfaserleitungen, Kupferdrähte und Sendemasten, die zwischen den Kontinenten über gewaltige Seekabel miteinander verbunden sind. Energie und Elektrizität, einschliesslich „grünem Strom“, stammen letztendlich von natürlichen Ressourcen und müssen über ein komplexes Infrastrukturnetz beschafft, erzeugt und verteilt werden. Und wie die Folgen der jüngsten Lockdownmassnahmen gezeigt haben, kommt selbst die moderne Finanzwirtschaft nicht ohne traditionelle Banken- und Versicherungsdienstleistungen aus.

Warum also hält sich dieser gefühlte Gegensatz zwischen Old und New Economy, der sich in den letzten zwölf Jahren in extremen Bewertungsdiskrepanzen manifestiert hat, so hartnäckig? Die Gründe sind vielfältig und diskutierbar. Letztlich folgen die Anleger bei ihrer Auswahl jedoch in der Regel dem Weg des geringsten Widerstands. Das heisst: zusätzliche Liquidität strömt in die Bereiche, die den schnellsten Gewinn und die offensichtlichsten Wachstumsaussichten versprechen. Solange die derzeitige Geldmarktsituation (vernachlässigbare Zinsen und unbegrenzte Liquidität durch die Zentralbanken) andauert, wird auch dieses Verhaltensmuster bestehen bleiben.



Das Entscheidende dabei ist, sich darüber klar zu sein, dass bei diesem Weg des geringsten Widerstands die Bewertung nicht berücksichtigt wird. Der Markt stellt lediglich einen Kanal für die Liquiditätsallokation bereit, nicht aber einen Bewertungsmechanismus. Mathematik und Finanztheorie allein sind nicht geeignet, uns eine Antwort darauf zu geben, wie „Wachstum“ korrekt zu bewerten ist. Da sich die Leitzinsen um Null herum bewegen, wird bei der Bewertung von „Wachstum“ rein rechnerisch ein nahezu unendlicher Wert approximiert. Somit fehlt es den Finanzmärkten an einem inhärenten oder selbst auferlegten Kontrollmechanismus dafür, was bei der Bewertung von Aktien Sinn macht und was nicht. Dies zu beurteilen ist Aufgabe jedes einzelnen Akteurs, der aus freiem Willen am Markt teilnimmt. Er muss in der Lage sein, durch Sorgfalt und logisches Denken zu wirtschaftlich rationalen Schlussfolgerungen zu gelangen.

Und hier kommt der Deep-Value-Ansatz, wie wir ihn praktizieren, ins Spiel. Um noch einmal zu wiederholen, was wir bereits bei früheren Gelegenheiten erwähnt haben, die „Hurdle Rate“ (der Diskontierungssatz, durch den alle zukünftigen Cashflows als Barwert ausgedrückt werden), die wir bei der Bewertung von Unternehmen ansetzen, wird letztendlich eine strukturelle Untergrenze erreichen. Anders ausgedrückt: wir setzen bewusst einen Mindestschwellenwert an, wenn wir zukünftige Cashflows diskontieren.

Im Ergebnis bedeutet dies, dass wir weniger für zukünftiges Wachstumspotenzial zu zahlen gewillt sind, als wenn wir den Marktpreisen der bekannten Glamour-Aktien trauen würden. Derweil können die unauffälligeren Aktien der Unternehmen, die das Rückgrat der Wirtschaft bilden, günstig erworben werden, weil ihre Bewertung aufgrund der inhärenten Zyklizität und Unsicherheit anspruchsvoller ist. Daher legen wir weiterhin hauptsächlich in diesen unterbewerteten und günstigen Bereichen an. Wir warten geduldig, bis sich das Zinsniveau einem wirtschaftlich besser vertretbaren Niveau annähert. Dies ist der Moment, an dem sich unsere Art des Investierens auszahlen wird und der Anlageansatz in der breiteren Investorengemeinde wieder auf Anklang stossen wird.

Allerdings wissen wir nicht, wann es so weit sein wird. Aber was unsere loyalen Kunden und wir sagen können, ist, dass diese eiserne Geduld und Disziplin über die Zeit belohnt wird.

Mit freundlichen Grüssen,

Gregor Trachsel,  
Chief Investment Officer SG Value Partners AG



# Quartalsbericht 3Q2020

## Rückblick 3Q2020

Die globale Aktienentwicklung ist in diesem Jahr nach wie vor sehr ungleich verteilt: Einige wenige Märkte wie die USA, China, Schweden und Dänemark stehen relativ gut da, während die Börsen in den meisten anderen Ländern im Minus liegen. Die Sektorperformance bietet ein ähnlich einseitiges Bild: Während einige wenige grosse Technologie-, Social-Media- und Pharmatitel deutliche Kurssteigerungen verzeichnen, bleiben die meisten anderen Bereiche unbeliebt. Der grösste Unterschied – jedenfalls in den USA – besteht zwischen den Mega Caps, die den Index anführen, und Aktien mit geringerer Marktkapitalisierung: Während der S&P 100 Index der grossen Unternehmen seit Jahresbeginn um 9,8 % gestiegen ist, hat der S&P 600 Small 15,3 % eingebüsst.

## Ausblick, Gedanken und Themen

### **Dividendenrendite: eine bedeutende Stabilitäts- und Ertragsquelle für das Portfolio**

Der Definition zufolge richtet sich der Fokus unserer Deep-Value-Strategie auf die Marktbereiche, die derzeit gemieden oder nicht beachtet werden. Während wir geduldig abwarten, bis einzelne Positionen ihren geschätzten wahren Wert erreichen, profitiert der Fonds von der zugrundeliegenden Dividendenrendite. Dieser wichtige Vorteil trägt zu seiner positiven langfristigen Renditeakkumulation bei. So entspricht die gewichtete aufgelaufene Brutto-Bardividende des Portfolios derzeit rund 2,5 % pro Jahr. Wenn wir annehmen, dass die an der Quelle abgezogene nicht rückforderbare Verrechnungssteuer über alle Positionen hinweg 30 % beträgt, erzielt das Gesamtportfolio eine laufende Netto-Dividendenrendite von 1,75 %. Das klingt vielleicht nicht nach viel. Für die langfristige Renditeakkumulation ist dies jedoch beachtlich, insbesondere wenn man bedenkt, wie viel sogenannte «risikoarme» langfristige Anlagen wie Staatsanleihen derzeit rentieren. Das heisst, wenn wir als Benchmark die Rendite einer 10-jährigen deutschen Bundesanleihe von -0,50 % als «risikolose» Anlage dagegenhalten, ergibt sich ein solider Renditevorteil von 2,25 % für unseren «risikoreicheren» Aktienfonds. Zusammen mit den erwarteten Kapitalerträgen unserer Portfoliounternehmen (die Staatsanleihen natürlich nicht bieten), weist unser Fonds ein sehr solides langfristiges Profil auf.

Lassen Sie uns ein paar bemerkenswerte Aspekte der Dividendenrendite erläutern. Erst einmal ist festzustellen, dass im Verlauf des Jahres 2020 die Höhe der Dividendenausschüttungen insgesamt gesunken ist, was angesichts der COVID-19-Pandemie nicht überrascht. Ein weiterer Grund war aber auch ein genereller Konjunkturabschwung, der in vielen Branchen zu beobachten war, in denen unsere Portfoliounternehmen tätig sind. Konkret haben etwas mehr als ein Fünftel unserer Portfoliounternehmen beschlossen, für die aktuelle Dividendenperiode keine oder nur geringere Dividenden auszuschütten. Aber mit der allmählichen Erholung der Wirtschaftstätigkeit werden diese virus- und konjunkturbedingten Einbussen bei den Dividenden unserer Einschätzung nach wieder ausgeglichen werden, sei es in Form von höheren Ausschüttungen oder durch die Wiederaufnahme der regulären Dividenden. Im längerfristigen Kontext betrachtet ist die aktuelle Dividendenrendite also künstlich niedrig.



Zweitens, und dies haben wir bei vielen Gelegenheiten deutlich gemacht, sind wir davon überzeugt, dass unsere Strategie der Investition in unterbewertete Aktien ein erhebliches Potenzial für das Dividendenwachstum in sich birgt, da die von uns ausgewählten Unternehmen in der Lage sind, ihre operativen Cashflows über die Zeit zu verbessern. Anders gesagt: Nicht nur ist die dem Fonds zufließende Dividendenausschüttung in ihrer derzeitigen Höhe attraktiv, sondern wir rechnen auch damit, dass sie in Zukunft schrittweise steigen wird, und zwar über den bereits erwähnten virus- und konjunkturbereinigten Normalisierungsfaktor hinaus.

Drittens sind Dividenden ein höchst vorteilhafter Faktor für unser Cash-Management. Nehmen wir einmal für einen Moment an, dass die Fonds-Zahlungsströme und Portfolioanpassungen (d.h. Zeichnungen, Rücknahmen und eventuelle Nettotransaktionen in bestehenden Positionen) neutral sind. In diesem Fall könnten wir mit den akkumulierten Nettodividenden, die wir von unseren Portfoliounternehmen erhalten, im Prinzip während eines beliebigen 12-Monatszeitraums eine komplette zusätzliche Position anlegen. Kurz gesagt, die Zahlungseingänge aufgrund von Dividenden geben uns mehr Flexibilität und wertvolle zusätzliche Optionen für den Einsatz der verfügbaren Barmittel des Fonds.

Und viertens sind wir der Ansicht, dass der Beitrag, den Dividenden an der Gesamtrendite haben, generell unterschätzt wird, obwohl die meisten empirischen Studien gezeigt haben, dass die Wiederanlage der Dividenden über die Zeit den grössten Teil der Gesamtrendite ausmacht. Wir rechnen auch damit, dass dieses Verhältnis zwischen Dividenden und Kapitalerträgen in Zukunft noch deutlicher sichtbar wird, wenn das wahrscheinliche Szenario eines „Niedrigrendite-Umfelds“ an den Aktienbörsen eintritt – wie es von den meisten rationalen Marktbeobachtern, Makroökonomern und anderen Analysten langfristiger Finanzzyklen erwartet wird. Dieser Punkt ist besonders wichtig für alle Sparer, die ihr Wertpapierportfolio auf eine ausgewogene Anlagestrategie ausgerichtet haben (also einen Teil in Anleihen und einen Teil in Aktien halten).

Es ist klar, dass die Dividendenrendite weiterhin eine zentrale Rolle in unserer Portfoliomanagementstrategie spielen wird. Die Erwirtschaftung von Dividenden und deren sorgfältige Wiederanlage bleibt ein wichtiger Faktor für die langfristige Renditeakkumulation. Angesichts ihrer Bedeutung erscheint es uns tatsächlich überraschend, dass sie nach der gängigen Meinung immer noch lediglich als Nebeneffekt betrachtet wird.

Mit freundlichen Grüßen,

Gregor Trachsel,  
Chief Investment Officer SG Value Partners AG



# Quartalsbericht 4Q2020

## Rückblick 4Q2020

Im letzten Quartal des Jahres sahen viele Akteure die Märkte weiterhin durch die rosarote Brille. Die Aktienkurse haben auf breiter Front zugelegt und dabei in vielen Fällen Rekordhöhen erreicht. Aber andererseits haben viele Unternehmen und Privathaushalte derzeit mit widrigen Umständen zu kämpfen, wie wir sie noch nie zuvor erlebt haben. Als aufmerksame Anleger müssen wir versuchen, diesen scheinbaren Widerspruch zu verstehen und einzuordnen. Wie immer sehen wir es als wichtigste Aufgabe an, die Euphorie in einigen Marktbereichen skeptisch unter die Lupe zu nehmen und uns auf unsere zentrale Verantwortung zu konzentrieren: die sorgfältige Beurteilung und vorsichtige Bewertung der Beteiligungspapiere, in die wir investieren.

## Ausblick, Gedanken und Themen

### Wie wir immaterielle Vermögenswerte in unserem Bewertungsprozess behandeln

Es liegt in der menschlichen Natur, nach überzeugenden Erklärungen zu suchen, um gegenwärtig beobachtete Verhaltensweisen und Phänomene rational zu begründen. In der Wirtschafts- und Finanzwelt ist dies nicht anders. Eine der häufigsten Begründungen der Marktkommentatoren für die historisch hohen Aufschläge von «Wachstumsaktien» gegenüber «Substanzwerten» (Growth- vs. Value-Investing) bezieht sich auf die finanzielle Behandlung immaterieller Vermögenswerte. Unter immateriellen Vermögenswerten verstehen wir in der Regel schwierig zu bewertende Vermögenswerte von Unternehmen wie Marken, Patente und Urheberrechte oder Softwareentwicklung. Sie können auch noch subjektivere Konzepte wie z. B. Netzwerkeffekte, die Komplexität von Lieferketten und Vertriebsnetzen, die Kompetenz der Mitarbeitenden und die Unternehmenskultur umfassen. Das Argument stützt sich im Wesentlichen darauf, dass die Bewertung von «Wachstumsunternehmen» in der digitalen und virtuellen Welt von heute auf höchst lukrativen, Cashflow generierenden immateriellen Vermögenswerten beruht.

Im Gegensatz dazu werden «Value-Unternehmen» in der Regel auf der Basis ihrer schwerfälligen und teuren materiellen Vermögenswerte beurteilt. Die Schlussfolgerung lautet also, dass die weniger vermögensintensive «New Economy» im Vergleich zur «Old Economy» mit ihrer hohen Kapitalbindung in Maschinen und Anlagen weiterhin an Bedeutung gewinnen wird und der Bewertungsunterschied daher gerechtfertigt sei. Der Trend wird dann weit in die Zukunft extrapoliert, da dieser sogenannte «Cyberspace» anscheinend einen immer dominierenderen Anteil der gesamten Wirtschaftsaktivität an sich reißt.

Unsere Leser wird es vermutlich nicht überraschen, dass wir diese Ansicht nicht uneingeschränkt teilen. Dafür gibt es einen wichtigen Grund. Zu den immateriellen Vermögenswerten zählt auch der sogenannte «Goodwill», also der Geschäfts- oder Firmenwert, der sowohl im Hinblick auf die buchhalterische Behandlung als auch hinsichtlich der gängigen Verwendung viele möglichen Auslegungen zulässt. Im Grunde genommen fasst der Goodwill sämtliche Vermögenswerte, die sich oft nicht ohne Weiteres messen und quantifizieren lassen, in einer Zahl zusammen. Dabei möchten wir die potenzielle Existenz des Goodwills keineswegs bestreiten und akzeptieren durchaus, dass er tatsächlich einen hohen Wert haben kann.



Robuste empirische Studien zeigen aber auch, dass sich die Aufschläge, die bei Firmenübernahmen gezahlt werden und vom Käufer als Goodwill ausgewiesen werden müssen, in der Regel als zu grosszügig berechnet herausstellen. Dadurch werden später Abschreibungen in Form von Wertberichtigungen in der Gewinn- und Verlustrechnung nötig. Daher gehen wir bei unserer eigenen Einschätzung des realistischen Werts für den Goodwill überaus konservativ vor.

Gewiss, viele unserer Unternehmen haben selbst ausserordentlich hohe und leicht identifizierbare immaterielle Vermögenswerte, zum Beispiel: ABB (Softwareentwicklung), Bunge (Vertriebskanäle), Coca-Cola Bottlers Japan (Patente und Markenstärke), Ericsson (Netzwerkeffekte), Mitsubishi Heavy Industries (Komplexität der Lieferkette), Vivendi (Urheberrechte und Lizenzgebühren, insbesondere im Zusammenhang mit dem Tochterunternehmen Universal Music Group). Dennoch handhaben wir die Bewertung immaterieller Vermögenswerte in unseren Bewertungsmodellen grundsätzlich sehr vorsichtig. Konkret gesagt rechnen wir bei der Beurteilung des Firmenwerts nur selten immaterielle Vermögenswerte explizit mit ein.

Wir sind überzeugt, dass unsere Portfoliounternehmen auch dann bedeutende Sicherheitsmargen bieten, wenn wir die immateriellen Vermögenswerte nicht direkt in unseren Bewertungsprozess einbeziehen. Wenn wir dies täten, wäre die berechnete Sicherheitsmarge natürlich noch höher als derzeit in unserem Basisszenario berücksichtigt. Daher erscheinen die Begründungen des Marktes eher überflüssig, zumindest in Bezug auf unser eigenes Anlageprogramm. Denn sie können die Bewertungsdiskrepanzen zwischen Wachstumsaktien und Substanzwerten nicht überzeugend erklären.

Zugegeben, die zur ordnungsgemässen Aufrechterhaltung der öffentlichen Infrastruktur erforderlichen materiellen Produktionsgüter und Dienstleistungen hatten in den letzten 13 Jahren keine Preissetzungsmacht. In dieser Zeit sorgte der doppelte Schlag durch die Subprimekrise und der Schuldenkrise in den Peripherieländern, gefolgt von Covid-19 dafür, dass die Regierungen weltweit damit beschäftigt waren, das Finanzsystem zu retten, das soziale Sicherheitsnetz zu unterstützen und letztlich die Konsumwirtschaft am Laufen zu halten. Trotzdem lautet einer der zentralen Grundsätze unserer allgemeinen Anlagethese, dass die materiellen Produktionsmittel wieder an Bedeutung gewinnen werden, sobald die dringenden Bemühungen zur Sanierung und Erneuerung der ins Alter gekommenen globalen physischen Infrastruktur allmählich stärker in Gang kommen. In der Debatte zwischen materiellen und immateriellen Vermögenswerten nehmen wir eine ausgewogene Haltung ein: Weder sollten die Ersteren unterschätzt noch die Letzteren überschätzt werden. Für uns lautet das Fazit, dass wir bewusst an unserem über lange Jahre bewährten unabhängigen Bewertungsprozess festhalten, statt umwälzende neuartige Theorien aufzugreifen, die einen Anlagestil gegenüber einem anderen favorisieren.

Mit freundlichen Grüssen,

Gregor Trachsel,  
Chief Investment Officer SG Value Partners AG



**Wichtige Hinweise**

Dieses Dokument wurde von der SG Value Partners AG und / oder mit ihr verbundenen Unternehmen (nachfolgend «SGVP») mit größter Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. Die in diesem Dokument geäußerten Meinungen sind diejenigen der SGVP zum Zeitpunkt der Redaktion und können sich jederzeit und ohne Mitteilung ändern. Ist nichts anderes vermerkt, sind alle Zahlen ungeprüft.

Dieses Dokument dient Werbezwecken. Es stellt keine Anlageberatung dar und basiert nicht auf andere Weise auf einer Berücksichtigung der persönlichen Umstände des Empfängers. Es ist auch nicht das Ergebnis einer objektiven oder unabhängigen Finanzanalyse und darf nicht als unabhängige Wertpapieranalyse gelesen werden. Die bereitgestellten Informationen erheben keinen Anspruch auf Vollständigkeit oder Korrektheit, sind nicht rechtsverbindlich und stellen weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Abschluss einer Finanztransaktion, noch eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder zur Inanspruchnahme von Bankdienstleistungen dar und entbinden den Empfänger nicht von seiner eigenen Beurteilung. Insbesondere ist dem Empfänger empfohlen, gegebenenfalls unter Einschaltung eines Beraters, die Informationen in Bezug auf die Vereinbarkeit mit seinen eigenen Verhältnissen, auf finanzielle, juristische, regulatorische, steuerliche, u.a. Konsequenzen zu prüfen.

Weder das vorliegende Dokument noch Kopien davon dürfen in die Vereinigten Staaten versandt oder dahin mitgenommen werden oder in den Vereinigten Staaten oder an eine US-Person abgegeben werden (im Sinne von Regulation S des US Securities Act von 1933 in dessen jeweils gültigen Fassung).

Mit jeder Anlage sind Risiken, insbesondere diejenigen von Wert- und Ertragsschwankungen verbunden. Bei Fremdwährungen besteht zusätzlich das Risiko, dass die Fremdwährung gegenüber der Referenzwährung des Anlegers an Wert verliert. Historische Wertentwicklungen und Finanzmarktszenarien sind kein verlässlicher Indikator für laufende und zukünftige Ergebnisse. Es kann außerdem nicht garantiert werden, dass die Performance des Vergleichsindex erreicht oder übertroffen wird.

Dieses Dokument darf in bestimmten Jurisdiktionen oder gegenüber Personen mit Verbindungen zu bestimmten Jurisdiktionen nicht oder nur eingeschränkt verwendet werden. Insbesondere darf dieses Dokument in der Europäischen Union nur von dazu berechtigten Personen gegenüber Privatpersonen eingesetzt werden. Ansonsten richtet sich diese Publikation ausschliesslich an professionelle Anleger und geeignete Gegenparteien im Sinne der EU-Richtlinie 2014/65/EU (MiFID II).

Dieses Dokument darf ohne schriftliche Genehmigung der SGVP weder auszugsweise noch vollständig vervielfältigt werden.

Copyright © 2021 SG Value Partners AG und / oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten..