



Bericht des Fondsmanagers Ole Nielsen Nielsen Capital Management Fondsmaeglerselskab A/S

Dezember 2009

Liebe Investoren und Partner,

unser Ergebnis im Jahr 2009 weist ein Plus von 23,94% aus. Im gleichen Zeitraum ist der MSCI-Welt-Index um 25,73% gestiegen. Seit der Fondsaufgabe am 04.12.2008 beträgt die Wertentwicklung plus 29,43%, während der MSCI-Welt-Index im gleichen Zeitraum um 31,58% gestiegen ist.

Unter Beachtung einer hohen Sicherheitsmarge und einer hohen Qualität unserer Investitionen arbeiten wir als Investoren für die Maximierung des langfristigen Kapitalwachstums, gemessen an der durchschnittlichen Jahresrendite unseres Fonds. Langfristig bedeutet ein Zeitraum von 3 bis 5 Jahren. Das sind einen Menge Stunden des Wartens und Schauens, was viel Geduld verlangt. Mario Gabelli hat einmal Value-Investing wie folgt beschrieben: „Wir schauen dem Gras beim Wachsen und der Farbe beim Trocknen zu.“

Zum Zeitpunkt der Fondsgründung gab es günstige Unternehmen im Überfluss. Im Winter 2008/2009 haben wir in stark unterbewertete Gesellschaften mit solider Bilanzqualität investiert. Wir haben nicht mit der Absicht investiert, schnellstmöglich die höchsten Kursgewinne zu erzielen. Eher möchten wir die Gesellschaften langfristig begleiten, mit der Erwartung, dass sie fundamental wachsen und dadurch der Aktienkurs steigt. Die Unterbewertung zusammen mit der Zunahme des Geschäftswerts sind Voraussetzung für eine zufriedenstellende durchschnittliche jährliche Fondsrendite.

In den ersten Monaten waren wir beinahe zu 100% in Aktien investiert. Die Mittelzuflüsse im zweiten Halbjahr wurden nur zum Teil zur Aufstockung bestehender Positionen genutzt, was zu einer Erhöhung der Liquidität geführt hat. Zudem haben wir einige Positionen aufgrund ihres zu hohen Anteils verringern müssen und die frei werdenden Mittel haben die Fondsliquidität weiter erhöht. Zum 31.12.2009 beträgt die Liquiditätsquote 17,4%.

Unsere Investitionen

Mit nur 16 Gesellschaften im Fonds bringen wir unsere Überzeugung von konzentrierten Portfolios zum Ausdruck.

Das wird immer wieder zu Phasen führen, in denen der Fonds sich anders als der allgemeine Aktienmarkt entwickelt. Obwohl wir uns auf absolute Renditen konzentrieren, hoffen und erwarten wir, dass sich die geringe Korrelation zu unseren Gunsten auswirkt.

Die fünf größten Positionen machen 40,1% des Portfolios aus:

Carl Aller's Etablissement: dieses skandinavische Verlagshaus hat in der Vergangenheit außerordentlich hohe Kapitalrenditen und enorme Cash-Flows erwirtschaftet. Die Gesellschaft wird im außerbörslichen Handel (OTC) zu 50% unter ihrem Buchwert gehandelt, ist extrem überkapitalisiert, schuldenfrei, und die Kassenbestände und Wertpapiere entsprechen 125% des aktuellen Marktwertes. Die Dividendenrendite bezogen auf unseren Kaufpreis beträgt 3,5%.

Fairfax Financial Holdings ist eine kanadische Finanzholding einer Gruppe überwiegend nordamerikanischer Sachversicherungen. Das Management ist aktionärsfreundlich und hält selbst einen bemerkenswerten Anteil an Fairfax. Mit der Fokussierung auf den Kapitalstock der einzelnen Sachversicherungen hat das Management mit seinem valueorientierten Investmentansatz seit 1985 den Buchwert von Fairfax um durchschnittlich 23,5% p. a. steigern können. Wir haben die Aktie unter Buchwert kaufen können, und sie wird immer noch zum Buchwert gehandelt.

Nipponkoa Insurance ist ein japanischer Schadensversicherer, der aktuell mit dem japanischen Schadensversicherer Sampo zur Holding NKSJ fusioniert. Es gibt deutliche Anzeichen dafür, dass das Management zukünftig mit dem Kapitalstock absolute Renditen erwirtschaften und die Gesellschaft aktionärsfreundlich führen wird. Die Gesellschaft ist überkapitalisiert und wird nach internationalen Bilanzierungsregeln zu 50% ihres Buchwerts gehandelt.

Nordea ist die größte skandinavische Bank mit dem Fokus auf die traditionellen (aber für viele Banken jetzt neuen) Regeln des Bankgeschäfts, der Kreditqualität und des Risikos. Das Management konzentriert sich permanent auf Kostenreduktion, Liquidität sowie Anlage- und Kreditqualität und ist in der Lage, attraktive - weil risikoarme - Kunden zu gewinnen. Dies wird langfristig zu einer weiteren Erhöhung der Ertragskraft führen. Wir haben die Aktie mit einem hohen Abschlag zum Buchwert kaufen können, und sie wird immer noch unter dem 8-fachen ihrer normalisierten Ertragskraft gehandelt.

Ringkjöbing Landbobank, eine dänische Regionalbank, ist die effizienteste und profitabelste Bank Dänemarks - und wahrscheinlich der ganzen Welt. Das Management achtet stark auf Kosten und Kreditqualität. Trotz eines hohen Solvabilitätskoeffizienten hat die Bank schon immer ungewöhnlich hohe Eigenkapitalrenditen erwirtschaftet. Wir haben die Aktie unter Buchwert kaufen können. Aktuell wird sie unter dem 8-fachen ihrer normalisierten Ertragskraft gehandelt.

Wir sind auf der Suche nach stark unterbewerteten Gesellschaften. Dabei bevorzugen wir Qualitätsgesellschaften, die sich durch Wettbewerbsvorteile, hohen Renditen auf das eingesetzte Kapital (ROCE) und hohen Cash-Flows auszeichnen sowie im Sinne der Aktionäre geführt werden.

Die Gesellschaften sind aber nur dann attraktiv, wenn wir sie zu sehr günstigen Preisen mit einer hohen Sicherheitsmarge kaufen können. Wenn wir dann investieren und die Aktie nicht ihren fairen Wert (Geschäftswert) erreicht, behalten wir sie einfach – vielleicht für immer! Die Vergangenheit hat aber gezeigt, dass sich der Marktwert einer Gesellschaft mit der Zeit dem Geschäftswert annähert.

Schadensversicherungen

Wir halten Nipponkoa gemäß unserer Definition für eine ganz gewöhnliche Gesellschaft. Bis jetzt. Die Dinge könnten sich ändern. Da es für Schadensversicherungen generell sehr schwierig ist, einen Wettbewerbsvorteil zu erzielen, erwarten wir das auch nicht von Nipponkoa. Um Wettbewerbsvorteile im Versicherungsgeschäft zu erreichen, muss man entweder der kostengünstigste Anbieter sein (beispielsweise die US-amerikanische Versicherung GEICO) oder man muss Versicherungsrisiken zeichnen, für die es einer felsenfesten Bilanz bedarf (beispielsweise das Versicherungsgeschäft von Berkshire Hathaway). Unser Interesse für Nipponkoa liegt in anderen Dingen begründet.

Für uns ist das Versicherungsgeschäft ein Investmentgeschäft. Mit dem Fokus auf die profitable Zeichnung von Versicherungsrisiken, der Maximierung des Kapitalstocks und dem Absolut-Return-Ansatz wird eine Versicherungs- zu einer „gehebelten“ Investmentgesellschaft. Das „Hebeln“ des Aktionärskapitals geschieht dadurch, dass die Versicherten der Schadensversicherung quasi Kapital leihen: Die Schadensversicherung hält und investiert das Kapital der Versicherten, den Gewinn erhält allein aber die Gesellschaft und damit die Aktionäre. Die Kosten für die Verwaltung des Kapitalstocks entstehen im Zeichnungsgeschäft. Wenn die Schadensversicherung einen Gewinn im Zeichnungsgeschäft erzielt, ist die Verwaltung des Kapitals sogar kostenlos.

Einige sehr erfolgreiche Investoren im Versicherungsbereich haben das Ziel, genau mit diesem Vorgehen den Buchwert ihrer Gesellschaft zu erhöhen. Der bekannteste ist vermutlich Warren Buffett, der diese Denkweise über Jahrzehnte sehr präzise umgesetzt hat. Ein in Europa wenig bekannter, aber von uns gleichermaßen geschätzter Investor ist Prem Watsa, der Vorstandsvorsitzende von Fairfax Financial Holding.

Wir sind schon sehr lange Investoren bei Nipponkoa und unsere Geduld ist in dieser Zeit arg strapaziert worden. Einer der Gründe, dass sich das jetzt ändern könnte, ist der Einfluss des Mehrheitsaktionärs Southeastern Asset Management, einer erfolgreichen US-amerikanischen Investmentgesellschaft.

Southeastern ist seit Jahren mit dem Management von Nipponkoa im Gespräch. Anfangs war das jetzige Management von den oben angeführten Ideen angetan, aber vermutlich aufgrund der internen Unternehmenspolitik oder dem japanischen Denken gegenüber Mehrheitsaktionären ist es nicht zu einer Umsetzung gekommen. Doch mit der Unterstützung des Managements für eine erfolgreiche Fusion von Nipponkoa und Sompo könnte ein Meilenstein erreicht sein. Es sind bereits tiefgreifende Maßnahmen bezüglich Transparenz, Unternehmensführung und vor allem einer aktionärsfreundlichen Politik beschlossen und eingeleitet worden.

Nipponkoa ist ein gutes Beispiel dafür, was wir über gewöhnliche Gesellschaften denken. Wir haben zu 50% des Buchwerts investiert, die Gesellschaft ist stark überkapitalisiert, sie ist schuldenfrei und ein aktionärsfreundliches Handeln ist implementiert worden. Wir erwarten, dass sich das Management zukünftig auf die Erhöhung des Buchwerts pro Aktie konzentriert und sich der Aktienkurs entsprechend erhöhen wird. Daher haben wir den Anteil an Nipponkoa erhöht und die Aktie gehört jetzt zu den fünf größten Positionen im Fonds.

Die aktuelle Situation

Vor einem Jahr hatten wir schwere Zeiten zu durchleben. Aber jetzt sind weltweit die Aktienkurse überraschend schnell wieder gestiegen. erinnern sich die Marktteilnehmer noch an die Schwierigkeiten der Unternehmen, sich zu refinanzieren? Und nebenbei, viele Unternehmen haben immer noch Schwierigkeiten. Die Maßnahmen der Politiker und Notenbanker scheinen die wirtschaftliche Kernschmelze verhindert zu haben. Das ist gut, aber ob wir uns wieder im normalen Rahmen bewegen, kann in Frage gestellt werden.

Die letzte Runde der monetären und fiskalischen Maßnahmen hat die Marktteilnehmer wieder einmal in ihrem Glauben bestärkt, dass Politiker und Notenbanken den Aktien- und Anleihemärkten bei Schwierigkeiten zur Seite stehen. Diese Begleiterscheinung verursacht jedoch eine falsche Vorstellung von Risiko. Das Sprichwort „Gebranntes Kind spielt nicht mit dem Feuer“ wird so zu „Gebranntes Kind spielt immer wieder mit dem Feuer.“

Heute stehen wir im wirtschaftlichen Leben mit Kopfschmerzen da, verursacht durch die laxen Kreditvergaben, der folgenden Rezession und der abschließenden Liquiditätsschwemme. Die Kopfschmerzen, repräsentiert durch die Budgetdefizite, sind ein Vorbote für geringeres Wachstum der Weltwirtschaft. Wird China der nächste Patient, der auf der Intensivstation versorgt werden muss? Und wenn, spielt es für uns eine Rolle?

Die Liquidität im Fonds hat sich erhöht. Wir investieren lieber in Aktien. Wenn wir sie jedoch nicht günstig kaufen können, halten wir lieber Liquidität. Mit Liquidität starten wir und mit Liquidität beenden wir unsere Investitionen. Bei weiter steigenden Aktienmärkten kann das die Performance kurzfristig beeinträchtigen, aber wir möchten auf der Hut sein...

Wir sind ganz bei den Worten von Louis Simpson, Chief Investment Officer von GEICO, einer Tochtergesellschaft von Berkshire Hathaway:

„Bei Aktieninvestments ist die beste Vorgehensweise, wenn man keine wirklich guten Ideen hat (hervorragende Aktien zu günstigen Kursen zu finden), nichts zu tun - oder zu verkaufen.“

Finanzielle Zielsetzung

Die finanzielle Zielsetzung des Fonds ist die Maximierung der langfristigen durchschnittlichen Eigenkapitalrendite pro Jahr unter Berücksichtigung eines geringen Risikos für dauerhaften Kapitalverlust. Wir messen den wirtschaftlichen Erfolg des Fonds nicht am Fondsvolumen. Unser Fokus auf langfristige Wertsteigerung soll durch die Anlage in unterbewertete und gut kapitalisierte Gesellschaften, die vorwiegend ihren Sitz in Nordamerika, Europa und Japan haben, verwirklicht werden.

Wir streben danach, unsere finanzielle Zielsetzung durch die Investition in Qualitätsgesellschaften und in gewöhnliche Gesellschaften mit einer hohen Sicherheitsmarge zu erreichen. Mit der Zeit werden diese Gesellschaften ihren Geschäftswert steigern. Qualitätsgesellschaften zeichnen sich durch Marktführerschaft und hohe Kapitalrenditen aus, generieren hohe Cash-Flows und werden von einem langjährigen fähigen Management im Sinne der Aktionäre geführt.



Es ist reicht uns nicht, eine solche Gesellschaft zu einem fairen Preis zu bekommen, der Preis muss sehr niedrig sein. Als Konsequenz folgt daraus, dass es längere Zeit dauern kann, bis wir aktiv werden und den „Ball ins Rollen bringen“. Die Umschlagshäufigkeit im Fonds wird auch zukünftig sehr niedrig sein.

Wenn eine Investition mit einer hohen Sicherheitsmarge gemacht worden ist, spielt es keine Rolle, wenn der Aktienkurs danach weiter fällt. Dann können wir mit einer noch höheren Sicherheitsmarge zukaufen. Schließlich werden wir mit der Zeit mit Börsenkursen belohnt, die den Geschäftswert widerspiegeln. Uns beunruhigen nicht vierteljährliche und auch nicht jährliche Kurschwankungen. Wir konzentrieren uns auf das heutige Handeln, das unsere langfristige Rendite maximiert.

Sollten Sie Fragen haben oder auf Unklarheiten in diesem Bericht stoßen, wenden Sie sich bitte gern jederzeit an uns.

Mit freundlichen Grüßen

Nielsen Capital Management Fondsmaeglerselskab A/S

Ole Nielsen