

Global Value Fonds-Update Q2/08

Die Wertentwicklung im Überblick
Q2 Rendite von -6,85%

Sehr geehrte Anlegerin, sehr geehrter Anleger,

die globalen Aktienmärkte waren im 2. Quartal 2008 weiterhin rückläufig und der Sparinvest Global Value-Fonds hat ebenfalls gelitten. Der Verlust im zweiten Quartal in Höhe von 6,85% drückte die Rendite des laufenden Jahres auf negative 20,15%.

Der allgemeine Aktienmarkt verlor in diesem Quartal - gemessen am MSCI World-Index -1,10%, während der MSCI World Value und der MSCI World Small Cap-Index um 4,77% bzw. 0,36% fielen. Die Growth-Aktien erreichten mit 2,50% eine positive Rendite. Selbstverständlich sind wir mit dem bisherigen Ergebnis nicht zufrieden, doch wir sind nach wie vor der Überzeugung, langfristig eine attraktive Wertentwicklung bieten zu können. Trotz der Einflüsse aus der Kreditkrise und der steigenden Inflation bleiben die langfristige Ertragskraft und die guten Bilanzen unserer Positionen weiterhin gut.

Die folgende Tabelle zeigt die Wertentwicklung im zweiten Quartal und in der ersten Jahreshälfte 2008 sowie im Jahr 2007 im Vergleich zu verschiedenen Aktienmarktindizes.

Sparinvest Global Value gegenüber verschiedenen Indizes			
	Q2 2008	H1 2008	2007
Sparinvest Global Value	-6,85%	-20,15%	-1,04%
MSCI World-Index	-1,10%	-17,01%	-1,66%
MSCI World Value-Index	-4,77%	-20,33%	-6,74%
MSCI World Growth-Index	2,50%	-13,74%	3,51%
MSCI World Small Cap-Index	-0,36%	-15,54%	-9,10%

Der MSCI World-Index, MSCI World Value-Index, MSCI World Growth und MSCI World Small Cap-Index beinhalten eine breit gestreute Auswahl an Unternehmen weltweit. Alle Berechnungen sind in EUR. ■

Konjunkturdaten

Zu Beginn des zweiten Quartals sagte Ben Bernanke, der Vorsitzende der Fed, vor dem US-Kongress, dass die US-Konjunktur im ersten Halbjahr 2008 „leicht schwächer“ werden könnte. Ob es sich nun um eine ausgewachsene Rezession handelt oder nicht, es besteht kein Zweifel daran, dass die Wirtschaft derzeit schwächelt. „Stagflation“ ist ein hässliches Wort für ein hässliches Phänomen. Die Entscheidungsträger stehen bei der Festlegung der Zinssätze vor einem Dilemma, gefangen zwischen den Inflationsrisiken auf der einen Seite und wenig beeindruckenden Wachstumserwartungen sowie einer weiterhin bestehenden Unsicherheit im Finanzsektor auf der anderen Seite. Die Tatsache, dass die Inflation derzeit von den Energie- und Nahrungsmittelpreisen bestimmt wird, macht diese Entscheidung noch schwieriger. Diese Art der Inflation führt eher zu einer Straffung der Finanzkontrolle in den privaten Haushalten und Unternehmen als zu einem gesunden Kreislauf von Einnahmen und Ausgaben.

In den Vereinigten Staaten wurde das BIP für das erste Quartal, bezogen auf das Jahr, auf 1,0% nach oben korrigiert. Es wird allerdings damit gerechnet, dass sich das Wachstum im zweiten Quartal, bezogen auf das Jahr, auf 0,45% verlangsamte. Die Verbraucherausgaben wurden kurzfristig durch Steuererstattungen in die Höhe getrieben, doch Lohnwachstum und Verbrauchervertrauen sind schwach. Der Juni war der sechste Monat in Folge mit Stellenstreichungen. In Europa blieben die Arbeitslosenzahlen relativ ermutigend und im Mai zeigten sich die Einzelhandelsverkaufszahlen einigermaßen ausgeglichen. Doch auch

hier nimmt das Vertrauen in die Wirtschaft ab. Die Indikatoren für den Monat Juni waren die niedrigsten seit drei Jahren. Das BIP für das erste Quartal wurde auf 0,8% geschätzt.

In Japan wuchs das BIP im ersten Quartal, bezogen auf das Jahr, um 4%. Erwartet wird allerdings, dass sich die Wirtschaft Mitte 2008 verlangsamt oder leicht zurückgeht, bevor sie sich wieder erholt. Die Privatausgaben fielen im Mai um 3,2% im Jahresvergleich und, obwohl die Arbeitslosenzahlen unverändert waren ging die Zahl der offenen Stellen zurück.

Die Inflation ist das allgemeine Thema. Die Verbraucherpreisindizes stiegen weltweit stark an, was vor allem den Nahrungsmittel- und Energiepreisen zuzuschreiben war. Das Rohöl setzte im zweiten Quartal seinen Höhenflug fort, überschritt Anfang Juli 145 USD pro Barrel und übte auf die Verbraucher und Unternehmen gleichermaßen starken Druck aus. Sobald das Rohöl die 140-Dollar-Marke überschritten hatte, wurden die Goldpreise von Inflationsabsicherung suchenden Anlegern wieder in die Höhe getrieben.

Die laufenden Auswirkungen der Kreditverknappung bedeuteten, dass das zweite Quartal in den Industrieländern mit weiteren Lockerungen der Geldmarktpolitik begann. Die Bank von England senkte am 10. April ihre Sätze von 5,25% auf 5,00% und die Fed ließ den Zinssatzsenkungen im ersten Quartal am 30. April eine weitere Senkung um 25 Basispunkte folgen. Mit dem Fortschreiten des zweiten Quartals konzentrierten sich die Bedenken aller Zentralbanken verstärkt auf die Inflation.

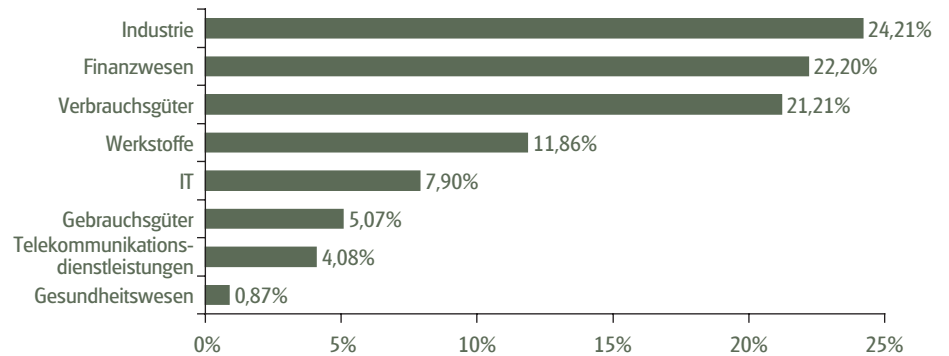
Gegen Ende Juni erklärte die Fed, dass die mit einem Wachstumsrückgang einhergehenden Risiken eingedämmt wären, und wies darauf hin, dass sie sich nun verstärkt auf das Risiko der steigenden Inflation konzentrieren werde – allerdings war die Wortwahl nicht so aggressiv, dass sie auf eine unmittelbar bevorstehende Anhebung der Zinssätze schließen lässt. Die EZB erhöhte jedoch am 3. Juli ihre Zinssätze um 25 Basispunkte, trotz der Widersprüche vieler (wie beispielsweise der des französischen Präsidenten Sarkozy), die befürchteten, dass diese Zinssatzanhebung das Wachstum gefährden und die Überbewertung des Euro weiter verschlimmern könnte.

Im Vergleich mit seiner schwachen Entwicklung im ersten Quartal war der US-Dollar im zweiten Quartal relativ stabil. Er konnte gegenüber dem Euro leicht zulegen, fiel dann aber gegen Quartalsende mit 1,57 USD für 1 Euro auf sein Niveau der letzten Märztage zurück. In der Zwischenzeit schlug die Stärke des japanischen Yen im ersten Quartal gegenüber dem US-Dollar und dem Euro um; die Währung verlor zu Ende des zweiten Quartals gegenüber beiden Währungen rund 7% und notierte mit 106 JPY gegenüber dem USD und 167 JPY gegenüber dem EUR. ■

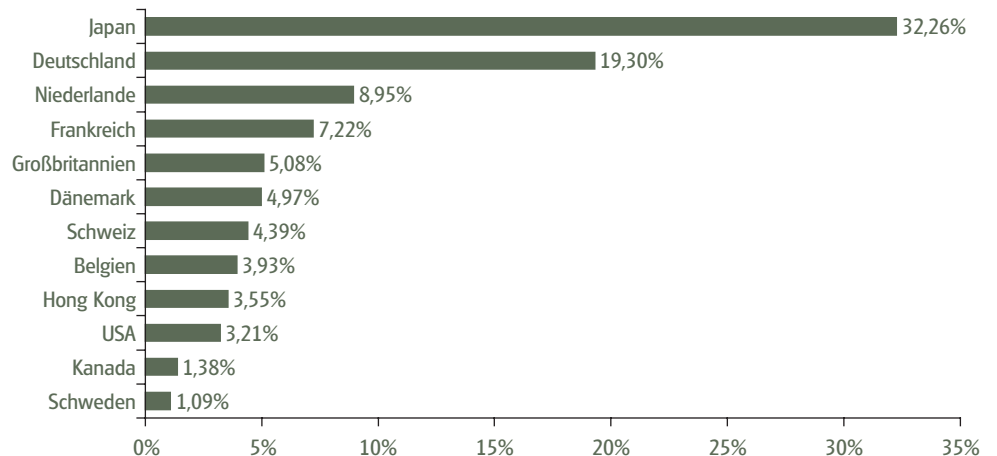
Portfolioallokation

Der Barbestand betrug zum Quartalsende 2,6% der verwalteten Vermögenswerte. Der Fonds hatte 97 Werte im Portfolio, verteilt auf folgende Branchen und Länder.

Sektorbezogene Strukturierung



Geografische Strukturierung



In diesem Quartal investierten wir in fünf neue Unternehmen. Wir erwarben Anteile an der Danske Bank, einem führenden skandinavischen Großkonzern, und an BIC, dem französischen Hersteller von Einwegkugelschreibern und Feuerzeugen. In den Vereinigten Staaten investierten wir in das Sport- und Outdoor-Bekleidungsunternehmen Columbia Sportswear und in Japan erwarben wir Anteile am Bauunternehmen Sekisui House sowie am Motorradhersteller Yamaha Motor.

Darüber hinaus haben wir eine Position im Portfolio aufgestockt.

Am Ende des Quartals entfielen 34,9% des Gesamtportfolios auf die zehn größten Positionen.

Die 10 größten Positionen		
Unternehmen	Sektor	Anteil
A.P. Moeller - Maersk A/S B	Industrie	4,50%
Deutsche Postbank Ag/Namen-Akt	Finanzwesen	4,09%
Nippon Tel&Tel	Telekommunikationsdienstleistungen	4,08%
Hutchison Whamp/Hk0.25	Industrie	3,55%
Koninklijke Dsm Nv	Werkstoffe	3,54%
Roy.Philips Electr./Eur 0.2	Industrie	3,35%
Msig Holdings	Finanzwesen	3,12%
Man Ag	Industrie	2,94%
Frankfurt Airport Serv.Worldw.	Industrie	2,89%
Peugeot Sa	Verbrauchsgüter	2,81%

PZ Cussons Mit Gewinn verkauft

Ursprünglich war PZ Cussons ein Seifenhersteller, doch heute zählt die Gruppe zu den weltweit führenden Herstellern von Toilettenartikeln und ist auch in anderen Geschäftsbereichen, wie Haushaltsreiniger und Arzneimittel, tätig. Das Unternehmen ist in Europa, Afrika und Asien aktiv und kontrolliert u. a. die Haushaltsmarken Imperial Leather, Carex und Original Source.

Im August 2003 investierten wir erstmals in PZ Cussons und bezahlten damals 0,82 GBP je Aktie (bereinigt um spätere Aktien-Splits). Die Bilanz des Unternehmens wies eine gesunde Barposition auf und die Erträge waren stabil, sofern sie nicht stark stiegen. Die Aktie wurde nahe am Buchwert gehandelt und war auch im Hinblick auf die Erträge preisgünstig bewertet. In der Vergangenheit lagen die Dividendenerträge bei 4 – 8%.

Seit unserer ersten Investition in PZ Cussons konnte das Unternehmen seine Geschäftstätigkeit laufend erweitern. Das Management konnte wohlbekannte Marken, wie beispielsweise Original Source (im Jahr 2002) und Charles Worthington (2004), bar erwerben. Heute liegen die Verkaufszahlen 25% über dem Niveau von 2003. Am meisten beeindruckte allerdings der Erfolg des Unternehmens bei der Verbesserung seiner Rentabilität.

In dieser Zeit belohnte der Markt PZ Cussons laufend mit steigenden Bewertungen. Wir verkauften die Position im zweiten Quartal 2008 mit einem Durchschnittspreis von 1,95 GBP und konnten damit gegenüber unserer Erstinvestition einen auf das Jahr umgerechneten Gesamtgewinn von 23,2% erzielen. ■

Ausblick

Fairerweise muss man sagen, dass sowohl unser Fonds als auch das Value-Investing als Anlagestil unter den aktuellen Marktbedingungen eine schwierige Zeit durchlaufen. Viele Value-Unternehmen, die sehr preisgünstig sind, werden noch preisgünstiger und die extrem negative Einstellung bewirkt eine Herdenmentalität, bei der sich viele Anleger sehr stark auf bestimmte Sektoren konzentrieren und andere absolut vermeiden. Kein Portfoliomanager fühlt sich gut, wenn sein Fonds eine schlechte Wertentwicklung bietet – und er sollte sich dabei auch nicht gut fühlen. Allerdings darf man keinesfalls seine Überzeugung verlieren und muss in guten wie in schlechten Zeiten „seiner Sache treu bleiben“. Eine erfolgreiche Value-Strategie erfordert immer Disziplin und Geduld, und -was noch wichtiger ist- Ausdauer.

Haben die aktuellen globalen Bedingungen die Rahmendaten unserer Bestände vollständig verändert und damit das langfristige Potenzial ihrer künftigen Ertragskraft zerstört? Nein, dem ist eindeutig nicht so. Doch viele Unternehmen litten unter fallenden Aktienkursen aufgrund der geringen kurzfristigen Transparenz, die – wie bereits erwähnt – von diesem nahezu „perfekten Sturm“ der Wirtschaftsbedingungen hervorgerufen wurde. Dadurch verwandelt sich ein gutes Unternehmen nicht in ein schlechtes, und wie immer, wenn ein globaler Wirtschaftsabschwung für eine unserer Positionen ein Problem darstellt, werden wir das umgehend behandeln. Selbstverständlich muss ein Fondsmanager nicht nur zu seinem analytischen Urteil stehen, er muss auch dem weit verbreiteten negativen Geschrei der heutigen Märkte standhalten.

Value-Fonds haben schon früher harte Zeiten durchgemacht. Als ich im Sommer 1997 zu Sparinvest kam, war das Value-Investing absolut aus der Mode und bis zum Platzen der Blase im Sommer des neuen Jahrtausends schnitten die Growth-Aktien besser ab als die Value-Aktien, und zwar um insgesamt rund 50%. Es ist eine grundsätzliche Eigenschaft des Marktverhaltens, dass Growth-Aktien zeitweise besser abschneiden als Value-Aktien. Langfristig generieren Value-Aktien jedoch hervorragende Renditen.

Unser Portfolio litt bis zu dem Punkt, an dem die allgemeine Bewertung der einzelnen Positionen auf einem historischen Tief angelangt war. Heute liegt das durchschnittliche Kurs-Buchwert-Verhältnis im Sparinvest Global Value-Fonds bei 1,0, das mittlere EV/EBITDA bei 4,9 und das Verhältnis zwischen Nettofremdkapital und Eigenkapital bei 13,9%.

Warum hat sich die defensive Natur des Value-Investings diesmal nicht herauskristallisiert? Ein Faktor ist, dass das Vertrauen in die Bilanzen der Unternehmen generell beeinträchtigt wurde. Der Subprime-Kollaps zwang die Finanzinstitutionen dazu, bei Kreditderivat-Produkten und anderen Vermögenswerten hohe Abschreibungen vorzunehmen, wodurch der Glaube an die Qualität der Vermögenswerte erschüttert wurde. Nachfolgend entwickelte sich aufgrund der Kreditknappheit im Finanzsektor sowohl bei Firmen also auch Privathaushalten der Trend zum Fremdkapitalabbau. In den Vereinigten Staaten und insbesondere in Großbritannien wuchs die Verschuldung einige Jahre lang deutlich stärker als das BIP. Sobald diese Verschuldung abnimmt – da weniger Kredite verfügbar sind – werden auch die Kapitalpreise sinken. Das bedeutet, dass die Verluste auch andere Wirtschaftsbereiche erfassen (wir sehen beispielsweise, dass Wohnungsbauunternehmen den Wert ihrer Grundstücksbestände kürzen) und dass das fehlende Vertrauen in die Bilanzen aufgezinnt wird.

Währenddessen tendiert das Universum der Value-Aktien dazu, auch einige zyklische Unternehmen zu umfassen. In solchen Unternehmen kann ein kurzfristiger Abschwung temporär zu einer reduzierten Nutzung der Produktionskapazitäten führen mit einer Nebenwirkung auf die Einnahmen. Langfristig betrachtet bleibt die Produktionsqualität jedoch gut, und die nachhaltigen Vermögenswerte gewährleisten künftige Erträge. Aktuell beeinträchtigt eine Kombination aus privatem Schuldenabbau und der Inflation bei den Energie- und Nahrungsmittelpreisen die Verbraucherausgaben, was zwangsläufig die zyklischen Unternehmen zu spüren bekommen. Die große Frage ist nicht, ob die zyklischen Unternehmen ihre kurzfristigen Ertragsprognosen kürzen, sondern um wie viel. Die Bewertungen vieler Unternehmen deuten darauf hin, dass die Kurse bereits eine ernsthafte Belastung berücksichtigt haben.

Ein weiterer Faktor, der der Wertentwicklung von Value-Aktien derzeit schadet, ist das Tempo, mit dem die Energie- und Rohstoffaktien weiter und weiter steigen, was üblicherweise Marktblasen vorbehalten ist. Value-Investoren tendieren jedoch dazu, den Kauf von Unternehmen zu vermeiden, die sich Spitzenerträge zunutze machen, auch wenn die Bewertungen kurzfristig attraktiv aussehen.

Derzeit zeichnen sich die Aktienmärkte weltweit durch Ängste, Unsicherheit und einen gewissen Mangel an Interesse aus. Unter diesen Marktbedingungen steigt die Anzahl jener Aktien, die in unser Anlageuniversum eintreten, was positiv zu bewerten ist. Das ist unsere Chance, das zu tun, was wir am besten können: Unternehmen mit einem guten langfristigen Ausblick zu finden und preisgünstig zu kaufen.

Selbstverständlich wirkt sich dieses Umfeld auf die Wertentwicklung unseres Fonds kurzfristig negativ aus. Wir sind jedoch von der grundsätzlichen Stärke unserer Positionen überzeugt. Unser Ansatz betont immer die rigorose Prüfung der Qualität der Bilanzen und zusätzlich sollte die geringe Schuldenlast der Unternehmen diese in eine gute Position versetzen, während sich weltweit der Prozess des Fremdkapitalabbaus fortsetzt und sich so künftige Geschäftschancen für unsere Positionen herausbilden.

Das Value-Investing begründet sich auf der Annahme, dass ein Unternehmen grundsätzlich zwei Werte hat: Den Marktwert, der an der Börse ersichtlich ist, und den geschäftlichen Substanzwert, der den „wahren“ Wert des Unternehmens zeigt, wenn es als Gesamtheit gehandelt werden würde, und der sich auf dem jeweiligen Nettoinventarwert und dem Ertragspotenzial begründet. Wir investieren in Unternehmen, deren Marktpreise nach unserer Ansicht nicht den tatsächlichen geschäftlichen Substanzwert des Unternehmens wiedergeben. Unter den jüngsten Bedingungen fielen die Marktpreise, doch wir sind davon überzeugt, dass es keinen Grund gibt, unsere Beurteilung der geschäftlichen Substanzwerte unserer Positionen herabzusetzen, von deren langfristiger Nachhaltigkeit wir überzeugt sind. Mit anderen Worten, der durch die aktuellen Marktschwankungen verursachte Kapitalverlust ist aller Wahrscheinlichkeit nach nur temporär und reflektiert nicht die zugrunde liegende Stärke der Unternehmen in unserem Portfolio.

Wer investiert, muss viel Geduld aufbringen und nach einem Quartal wie dem zweiten dieses Jahres muss man die langfristige Ausrichtung der Anlagephilosophie des Sparinvest Global Value-Fonds bedenken. Wir erwarten bei unseren Anlagen auch weiterhin einen erheblichen Aufschwung und sind von deren Zukunftspotenzial überzeugt. ■

Mit besten Grüßen

Jens Moestrup Rasmussen
Chief Portfolio Manager
8. Juli 2008

Der angegebene Fonds ist ein Teilfonds von Sparinvest SICAV, einer offenen Investmentgesellschaft luxemburgischen Rechts. Die Zeichnung von Anteilen muss stets auf Grundlage des Verkaufsprospekts sowie des aktuellen Jahresberichts (bzw. Halbjahresberichts, sofern dieser aktueller ist) erfolgen. Der Anleger kann diese Dokumente 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, werden die hier dargestellten Wertentwicklungen Nettoinventarwert zu Nettoinventarwert ohne Berücksichtigung der Zeichnungsgebühren in der Fondswährung ermittelt. Veröffentlicht von Sparinvest, 28, Boulevard Royal, L-2449 Luxemburg.