

Global Small Cap Value Fonds-Update Q3/08

Die Wertentwicklung im Überblick
Q3 Rendite von -6,77 %

Sehr geehrte Anlegerin, sehr geehrter Anleger,

während des dritten Quartals 2008 litten die Aktienmärkte beträchtlich – so auch der Sparinvest Global Small Cap Value-Fonds. Das dritte Quartal brachte einen Verlust in Höhe von 6,77% und drückte damit die Rendite des laufenden Jahres auf negative 20,13%.

Der allgemeine Small Cap-Aktienmarkt verlor in diesem Quartal - gemessen am MSCI World Small Cap-Index - 4,56%, während der MSCI World-Index und der MSCI World Value-Index um 4,94% bzw. 1,83% fielen. Die Growth-Aktien fielen um 7,88%.

Ungeachtet der Marktlage sind wir mit dieser Performance sehr unzufrieden. Wie wir später noch ausführen werden, sind wir allerdings der Meinung, dass die Märkte derzeit weder wesentlichen langfristigen Erträgen noch Bewertungen Beachtung schenken. Sie werden vielmehr von kurzfristigen, tatsächlichen wie psychologischen, Faktoren beeinflusst. Trotz der Marktpreisfluktuationen sind wir wie immer vom inneren Wert unserer Bestände und vom langfristigen Wertentwicklungspotenzial unserer Fonds überzeugt.

Die folgende Tabelle zeigt die Wertentwicklung im dritten Quartal, seit Jahresbeginn und im Jahr 2007 im Vergleich zu verschiedenen Indizes.

Sparinvest Global Small Cap Value gegenüber verschiedenen Indizes			
	Q3 2008	YTD	2007
Sparinvest Global Small Cap Value (LU0264925131)	-6,77%	-20,13%	-14,99%
MSCI World Small Cap-Index	-4,56%	-19,39%	-9,10%
MSCI World-Index	-4,94%	-21,11%	-1,66%
MSCI World Value-Index	-1,83%	-21,79%	-6,74%
MSCI World Growth-Index	-7,88%	-20,53%	3,51%

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

Märkte

Die vergangenen drei Monate waren historisch. Wir werden nicht versuchen, all die schlechten Nachrichten aus dem Finanzsektor zu rekapitulieren, die in diesem Quartal auftraten. Während wir dieses Schreiben verfassen, ist die Negativität bereits ziemlich massiv und die Panik steigend. Man muss nur die Nachrichten anhören und es scheint so, als stünden wir unmittelbar vor dem finanziellen Entscheidungskampf. Der Finanzsektor spielte während eines Großteils des Jahres „Reise nach Jerusalem“, doch kürzlich änderte sich dies und nun mutet es eher an wie ein Dominospiel, bei dem die fehlende Liquidität von einem Spielstein auf den anderen überspringt. Zeitweilig hatte man das Gefühl, dass die Finanzwelt der letzten Jahrzehnte ausläuft. Es sah so aus, als ob die Idee von den sich selbst regelnden Märkten nur eine Illusion war, die aufgrund beispielloser Habgier und mangelnder Kontrolle am Ende ihrer Kräfte war. Das sind harte Worte, doch sie sind der Realität näher, als einem lieb ist.

Ist das also das Ende der Welt, wie wir sie kennen? Wahrscheinlich nicht, doch es wird große Änderungen geben, das ist sicher. Banken und Finanzinstitutionen verschwinden von der Landkarte und Regierungen werden im Hinblick auf Rettungspläne und stärkere Reglementierungen immer mehr eingebunden. Die Öffentlichkeit wird für den Finanzsektor

eine stärkere Transparenz fordern, und das wird für die Zukunft ein großer Teil der Lösung sein, die zur Stabilisierung der Märkte notwendig ist.

Wir wissen, dass dies eine harte Zeit ist, und dass dieser Tage der Blick auf die Wertentwicklung des laufenden Jahres bei vielen Anlagen schmerzlich ist. Unter den aktuellen Marktbedingungen verkaufen viele Anleger ihre Aktien, da sie nicht mehr an die Anlageklasse glauben, oder weil sie in Panik geraten. Mit anderen Worten, einige Anleger verkaufen, ohne auf kurz- oder langfristige Rahmendaten zu achten, und verschleudern damit Aktien ausgezeichneter Unternehmen. Nach unserer Erfahrung ist dies die Zeit, Aktien zu kaufen.

Für uns sind die Rahmendaten wichtig, und zwar kurz- als auch langfristig. Unser Anlagehorizont ändert sich nicht, selbst wenn die meisten Volkswirtschaften weltweit einen Abschwung erwarten. Wir sind der Ansicht, dass ein Filtern der Märkte und das Festhalten an unserer Anlagestrategie in guten wie in schlechten Zeiten der richtige Weg für uns ist, langfristig gute Erträge zu liefern.

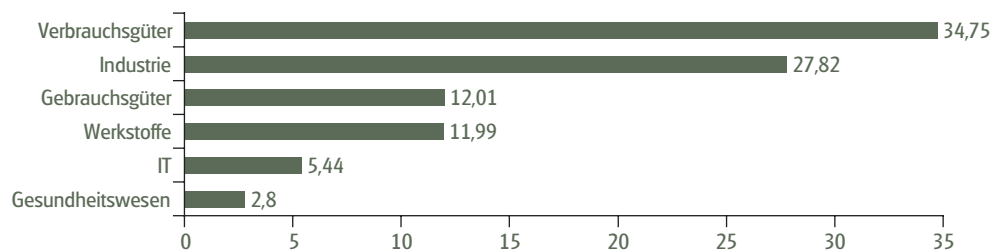
Selbst wenn wir die Wahrscheinlichkeit geringerer Erträge bei vielen unserer Bestände annehmen, zeigen die Ertragsniveaus und Vermögenswerte für den gesamten Zyklus, dass unser Unternehmensportfolio sehr preisgünstig ist. Im Verhältnis zu den unseren Unternehmen zugrunde liegenden inneren Werten waren die Kurskorrekturen überhöht. Unternehmen mit nachweislich bewährter Ertragsgeschichte innerhalb gesamter Zyklen und guten Bilanzen werden fortbestehen. Bei zyklischen wie nicht-zyklischen Unternehmen fallen die Aktienkurse stärker als es die Veränderung der zugrunde liegenden inneren Werte der jeweiligen Unternehmen rechtfertigen würde. Das bedeutet, dass unsere Aktienbestände einen sehr guten Wert darstellen.

Es ist richtig, dass der aktuelle Liquiditätsmangel eine Anstoßwirkung außerhalb des Finanzsektors – und auf unser Portfolio – hat, da die Fusionen & Übernahmen-Geschäfte, die normalerweise in einer Zeit des wirtschaftlichen Abschwungs zu erwarten sind, deutlich reduziert werden. Die Käufer aus dem Finanzsektor sind schon lange fort und jene aus der Industrie, die normalerweise in Zeiten wie diesen, in denen Akquisitionsaufschläge günstiger werden, aktiver sind, können sich vorübergehend wegen des gleichen Liquiditätsproblems nicht bewegen. Doch sie werden sich bewegen, sobald die Märkte wieder funktionsfähig sind. Von diesem Blickwinkel aus betrachtet ist das Potenzial für Fusionen & Übernahmen-Geschäfte, die auch Bestände in unserem Portfolio einbeziehen, größer denn je. ■

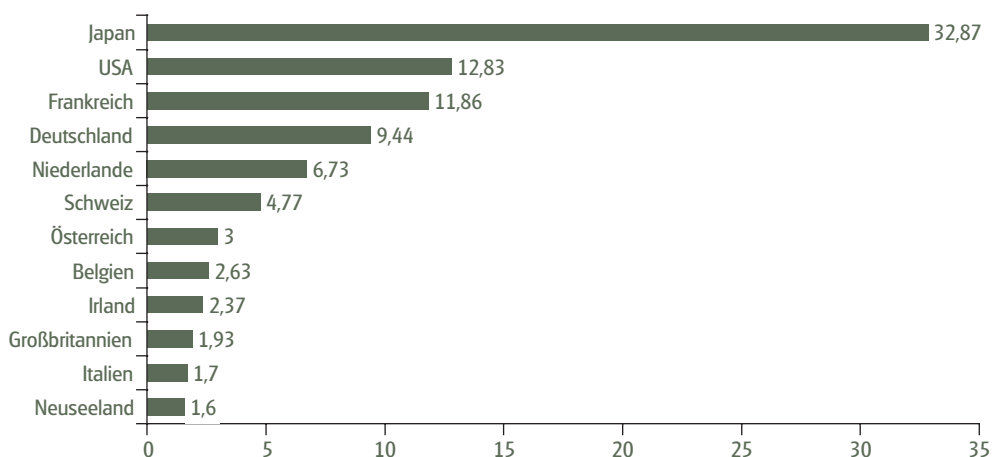
Portfolioallokation

Der Barbestand betrug zum Quartalsende 5,2% der verwalteten Vermögenswerte. Der Fonds hatte 59 Werte im Portfolio, verteilt auf folgende Branchen und Länder:

Sektorbezogene Allokation (alle Werte in %)



Geografische Allokation (alle Werte in %)



Im Lauf des Quartals investierten wir in ein neues Unternehmen, die deutsche Beratungsfirma IDS Scheer. Darüber hinaus haben wir sechs, bereits in unserem Portfolio vorhandene Bestände aufgestockt.

Am Ende des Quartals entfielen 27,0% des Gesamtportfolios auf die zehn größten Positionen.

Die zehn größten Positionen

Unternehmen	Land	Sektor	Anteil
Ten Arrows Co Ltd *Opa*	Japan	Verbrauchsgüter	3,23%
Miba Ag -Priv.-B-	Österreich	Verbrauchsgüter	3,00%
Scholastic Corp.	USA	Verbrauchsgüter	2,98%
Ste L D C Sa	Frankreich	Gebrauchsgüter	2,80%
Loeb Hld /B.Part.	Schweiz	Verbrauchsgüter	2,68%
Tessenderlo Chemie	Belgien	Werkstoffe	2,63%
Werner Enterprises Inc	USA	Industrie	2,50%
Arctic Cat Inc	USA	Verbrauchsgüter	2,47%
Nsc Groupe	Frankreich	Industrie	2,46%
Rsdb Nv	Niederlande	Industrie	2,23%

Im vergangenen Quartal schadete uns unser Engagement bei zyklischen Unternehmen im Allgemeinen und im Hinblick auf einzelne Länder war unser Engagement in der deutschen Industrie besonders kostspielig. Sollten wir die meisten unserer zyklischen Unternehmen verkaufen? Ganz bestimmt nicht, wenn bereits ein großer Anteil der Rezession im Kurs berücksichtigt ist. Warum haben wir keine Aktien aus den Bereichen Rohstoffgüter und Rohölsektor erworben? Da wir diese, und auch viele andere nicht-zyklische Unternehmen, als zu teuer empfanden. Wir denken nicht, dass etwas nicht richtig ist mit unserem Anlagemodell und unserer Anlagestrategie: wir kaufen preisgünstige Unternehmen aufgrund ihrer langfristigen Ertragskraft und meiden Unternehmen, die nur hinsichtlich der Spitzenerträge preisgünstig sind.

Unser Engagement in Japan bleibt hoch, nicht nur wegen der jüngst relativen Stärke unserer dortigen Bestände. Aufgrund der geringen Bewertungen (der japanische TOPIX Index handelt derzeit zum Buchwert) und dem finanziell guten Zustand sind wir weiterhin vom langfristigen Wert unserer japanischen Bestände überzeugt. Das aktuelle Umfeld zieht die Aufmerksamkeit in der Tat auf die Stärke der japanischen Bilanzen und die japanischen Unternehmen zeigen, dass sie rasch Gelegenheiten nutzen werden, wenn die Krise in Übersee attraktive Fusionen & Übernahmen-Chancen ans Licht bringt. Wir sehen weiterhin Anzeichen dafür, dass sich die Einstellungen beim japanischen Management und der Unternehmensführung in japanischen Unternehmen ändern; es werden rekordmäßig hohe Dividenden bezahlt und man konzentriert sich immer mehr auf die Kapitaleffizienz. Man denke nur an den kürzlich bekannt gegebenen Management-Buy-out bei Ten Arrows, der im Folgenden besprochen wird. ■

Ten Arrows Management-Buy-out bekannt gegeben

Ten Arrows – ehemals unter dem Namen Charle Co bekannt – ist seit der Aufnahme der Geschäftstätigkeit des Fonds im Portfolio vertreten. Das Unternehmen verkauft Damenunterwäsche im Haustürgeschäft und bei Verkaufspartys. Ten Arrows rühmte sich mit einer extrem guten Bilanz und einer Nettobarposition, die fast der Hälfte des Eigenkapitals entsprach. Die Aktie wurde deutlich unter dem Buchwert gehandelt.

Aufgrund einer härteren Konkurrenzsituation und der Tatsache, dass die Kunden nicht mehr so häufig Haustürgeschäfte abschließen, hatte das Unternehmen jüngst jedoch mit Verkaufseinbußen zu kämpfen. Im Spätsommer 2008 beschloss das Management, dass eine drastische Umstrukturierung erforderlich ist und eine Privatisierung des Unternehmens die hierfür geeignete Plattform wäre. Aus diesem Grund wurde der Management-Buy-out (MBO) eingeleitet, in dessen Rahmen den Aktionären 800 JPY je Aktie angeboten wurden. Dies bedeutet einen Aufschlag von fast 60% auf den Aktienkurs zum Zeitpunkt der Bekanntgabe, reflektiert jedoch nicht unbedingt das vollständige Unternehmenspotenzial. Die unausgesprochene Folgerung war, dass das Management – wie auch wir – dachte, dass die Aktien deutlich unterbewertet waren.

Wir denken, dass die Stärke unseres Anlageansatzes bei Ten Arrows gut ersichtlich ist. Wir investieren in Unternehmen, die nach unserer Meinung ein nachhaltiges langfristiges Geschäftsmodell und gute Bilanzen vorweisen können. Diese Bilanzstärke bedeutet, dass – wie bei Ten Arrows gesehen – die Stärke der Bilanz einen guten Schutz für die Aktionäre bedeutet, wenn das Geschäftsmodell in Frage gestellt wird. ■

Chofu Seisakusho Mit Verlust verkauft

Chofu Seisakusho wurde im Nachkriegs-Japan als Hersteller von kerosinbetriebenen Heizgeräten zur Reistrocknung gegründet. Heute werden hauptsächlich verschiedene Arten von Warmwasserbereitern sowie Klimageräte, Kraft-Wärme-Kopplungssysteme sowie Bad- und Kücheneinheiten hergestellt.

Dieses Aktienpapier ist seit der Auflegung des Fonds im Portfolio vertreten. Als wir erstmals in Chofu Seisakusho investierten, wurde die Aktie trotz einer Bilanz mit einem hohen Bargeldwert mit einem deutlichen Abschlag auf den Buchwert gehandelt.

Die Bilanzen blieben in den letzten Jahren gut und die Umsätze stiegen, doch die Gewinnspannen litten. Die Rohmaterialkosten waren gestiegen und die hohen Ölpreise wirkten sich negativ auf die Nachfrage nach ölbeheizten Warmwasserbereitern, die profitabelsten Produkte des Unternehmens, aus. Wir haben diese Punkte mit dem Management ausführlich besprochen. Das Unternehmen versuchte, die Produktpreise anzuheben und die profitablen Umsätze in Übersee anzukurbeln, doch wir waren der Ansicht, dass den Umstrukturierungsbemühungen des Managements der notwendige Dringlichkeitssinn fehlte. Wir beschlossen daher im Sommer 2008, unsere Position bei Chofu Seisakusho zu verkaufen, was gegenüber unserer Erstinvestition einen Gesamtverlust in Höhe von 11,2% bzw. auf das Jahr umgerechnet, einen Verlust in Höhe von 6,6% ausmachte. ■

Ausblick

Derzeit wird in den Märkten Geschichte geschrieben – und in den wenigen Tagen zwischen dem Zeitpunkt, zu dem wir dies schreiben und zu dem Sie es lesen, könnte sich tatsächlich viel ändern. Eines steht jedenfalls fest: in Krisenzeiten und bei Konjunkturabschwüngen beeinflussen Verhaltensfaktoren die Kurse von Unternehmen. Die aktuelle Situation bildet hier keine Ausnahme, und der Einfluss von Verhaltensfaktoren ist sogar größer als in der Vergangenheit. Die sehr starke Unsicherheit hinsichtlich der Wirtschaftslage wird durch den krisengeschüttelten Finanzsektor zusätzlich erhöht, was die Anleger dazu führt, sich nicht auf langfristige Ertragspotenziale zu konzentrieren, sondern auf kurzfristige.

Wir bleiben weiterhin in einer Phase, in der wir darauf warten, dass sich der Marktfokus normalisiert und wieder auf die Rahmendaten geachtet wird. Doch die jüngsten Rettungspläne für den Bankensektor sind ein Schritt in die richtige Richtung. Während wir dieses Schreiben verfassen, kann nur schwer beurteilt werden, ob die bisher angekündigten Pläne ausreichen werden, doch besteht kein Zweifel darüber, dass die Erholung einige Zeit in Anspruch nehmen und nicht in der näheren Zukunft abgeschlossen sein wird. Es ist wichtig, Geduld zu bewahren. Die Vergangenheit zeigt, dass sich der Markt wieder hochwertigen Aktien zuwendet, sobald der wirtschaftliche Abschwung nachzulassen beginnt.

Die überwiegende Mehrzahl der Aktien in unserem Portfolio macht noch immer Gewinne: in den vergangenen 12 Monaten generierten sie 693 Millionen Euro, eine Eigenkapitalrendite von rund 3,2%. Die stabilen Erträge und der gute Ausblick bedeuten, dass sich der innere Wert unserer Bestände nur geringfügig verändert hat. Im Vergleich zu den Aktienkursen hingegen, die im gleichen Zeitraum um rund 35% gefallen sind, gibt dies einen guten Hinweis darauf, wie stark der aktuelle Markt von kurzfristigen Überlegungen und Verhaltensmustern und nicht vom langfristigen Wert der Unternehmen angetrieben wird.

Naturgemäß haben starke Aktienkursrückgänge in einigen Fällen ihre Berechtigung, wenn wir aber das Portfolio insgesamt betrachten, ist es hinsichtlich der Anzahl der Bestände, der Geschäftsregionen und der Sektoren gut gestreut. Es gibt kein direktes Engagement im Finanzsektor und kein Fremdkapital (das Verhältnis zwischen Nettofremdkapital und Eigenkapital liegt bei -0,37%) und das Kurs-Buchwert-Verhältnis liegt mit 0,64 auf einem historisch niedrigen Wert. Wir denken, dass unsere Anleger ruhig schlafen können.

Unser effektives Verfahren und unsere Strategie führen uns in Sektoren und Regionen, die weniger geschätzt werden, dafür aber hinsichtlich eines dauerhaften Kapitalverlustes ein eingeschränktes Risiko aufweisen. Die aktuelle Situation ähnelt anderen Krisen in der Vergangenheit, als einige Anleger ihre Bestände verkauften, wir hingegen Bestände kauften. Wir sind davon überzeugt, dass unser Ansatz Kunden mit einem langfristigen Anlagehorizont gute Erträge beschern wird. ■

Mit besten Grüßen

Sparinvest Asset Management

Kasper Billy Jacobsen
Lead Portfolio Manager
10. Oktober 2008

Der angegebene Fonds ist ein Teilfonds von Sparinvest SICAV, einer offenen Investmentgesellschaft luxemburgischen Rechts. Die Zeichnung von Anteilen muss stets auf Grundlage des aktuellsten Verkaufsprospekt und-oder des vereinfachten Verkaufsprospekts sowie des aktuellsten 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 aus der Schweiz ist: RBC Dexia Investor Services Bank S.A., Esch-sur-Alzette, Zweigniederlassung Zürich, Badenerstrasse 567, Postfach 101, CH-8066 Zürich. Quelle: Sparinvest S.A.; Morningstar; Standard & Poors und Bloomberg, zum jeweils angegebenen Datum.