

European Value Fonds-Update Q4/08

Die Wertentwicklung im Überblick

Q4 Rendite von -23,53%
2008 Rendite von -48,00%

Sehr geehrte Anlegerin, sehr geehrter Anleger,

2008 brachte äußerst schwierige Bedingungen für Anleger, als die Aktienmärkte weltweit von einer globalen Finanzkrise von historischem Ausmaß erfasst wurden und die Wirtschaft in eine Rezession schlitterte. Wir waren jedoch ungeachtet der Rahmenbedingungen von der Performance des Sparinvest European Value-Fonds sehr enttäuscht. Das vierte Quartal erbrachte einen Verlust in Höhe von 23,53% und drückte damit die Gesamtjahresrendite auf -48,00%.

Wir sind mit dieser Rendite natürlich nicht zufrieden. Im vierten Quartal litten die zyklischen europäischen Werte weiterhin, und dies war ein bedeutender Faktor für unsere Performance. Wie wir in diesem Update noch darlegen, sind wir jedoch nach wie vor von unserer Anlagestrategie und dem langfristigen Potenzial unseres Portfolios überzeugt.

Der europäische Aktienmarkt verlor 2008 gemessen am MSCI Europe-Index 43,65%, während der MSCI Europe Value und der MSCI Europe Small Cap um 46,52% bzw. 51,87% fielen. Die Growth-Aktien zeigten mit einer Rendite von -40,76% ebenfalls eine schwache Performance.

Die folgende Tabelle zeigt die Renditen im vierten Quartal und für die Jahre 2007 und 2008 im Vergleich zu verschiedenen Börsenindizes.

Sparinvest European Value gegenüber verschiedenen Indizes			
	Q4 2008	YTD	2007
Sparinvest European Value (LU0264920413)	-23,53%	-48,00%	-4,13%
MSCI Europe-Index	-21,98%	-43,65%	2,69%
MSCI Europe Value-Index	-22,86%	-46,52%	-2,38%
MSCI Europe Growth-Index	-21,13%	-40,76%	7,82%
MSCI Europe Small Cap-Index	-30,01%	-51,87%	-7,51%

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

Märkte

2008 war in jeglicher Hinsicht ein außergewöhnliches Jahr. Die Beobachter mussten von Quartal zu Quartal nach neuen Worten zur Beschreibung des Ausmaßes der Krise suchen. Dies setzte sich im vierten Quartal fort, als sich zusätzlich zu den Turbulenzen auf den Finanzmärkten immer mehr Anzeichen für eine weltweite Rezession abzeichneten.

Wir wollen gar nicht erst versuchen, alle negativen Entwicklungen aufzuführen. Uns allen ist klar, dass es sich hier um eine erhebliche Wirtschaftskrise handelt. Arbeitsplätze gehen verloren, Werke werden geschlossen – manche nur vorübergehend, andere endgültig – und zahlreiche Unternehmen gehen in Konkurs. Es wird immer mehr von staatlicher Seite interveniert, durch Regulierung und durch Finanzspritzen.

In jedem Wirtschaftsabschwung führen rückläufige Erträge dazu, dass die Aktienkurse leiden, insbesondere bei zyklischen Unternehmen. Diesmal hat die Finanzkrise die Lage verschärft. Zahlreiche Faktoren wie Angst, Kontrahentenrisiko, mangelnde Liquidität und Notverkäufe kamen zusammen und führten zu einem Markt, auf dem die Aktienkurse oft

auf Nachrichten überreagierten und manchmal auf eine Weise ausschlugen, die nichts mehr mit den Fundamentalwerten zu tun hatte.

Nehmen wir zum Beispiel Volkswagen. Mitte 2008 erlebte der Kurs der VW-Aktie enorme Ausschläge wegen einer panischen Deckung von Leerverkäufen im Anschluss an den Zusammenbruch von Lehman Brothers. Die Marktkapitalisierung von VW stieg und fiel innerhalb von 24 Stunden um 150 Milliarden EUR: Das ist mehr als die Marktkapitalisierung von Toyota, Honda, Ford, GM, Renault, Peugeot, Fiat und BMW zusammengenommen. Das Beispiel zeigt, wie stark die Märkte in diesem Jahr von den Fundamentalwerten losgelöst waren.

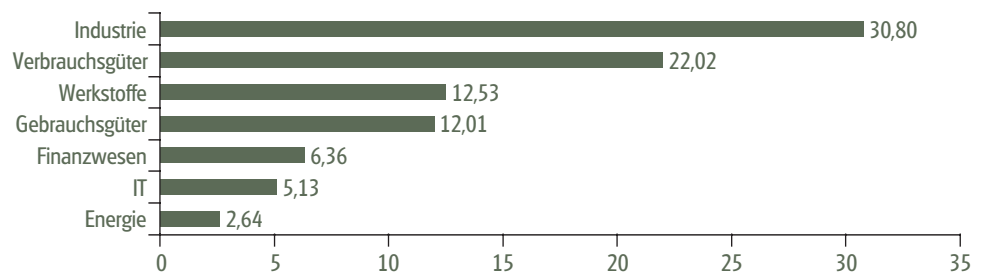
Solch ein Markt ist natürlich äußerst frustrierend. Es schmerzt, wenn die Aktienkurse solider Unternehmen fallen – insbesondere, wenn diese Verluste durch vorübergehende oder sogar irrationale Faktoren ausgelöst werden. Als Value-Anleger versuchen wir jedoch nicht, vom Wirtschaftszyklus zu profitieren oder darüber zu spekulieren, wie sich kurzfristige Marktstimmungen auf die Aktienkurse auswirken könnten. Wir konzentrieren uns auf die Unternehmen selbst und investieren mit der Absicht, einen Teil des Unternehmens zu kaufen.

Die Märkte wurden 2008 zwar häufig von sonstigen Faktoren bestimmt, letztendlich müssen jedoch die Fundamentalwerte wieder in den Mittelpunkt rücken. Wir wollen nicht darüber spekulieren, wann dies der Fall sein wird, zu guter Letzt wird sich die Angst jedoch legen und solide Unternehmen werden sich durchsetzen. ■

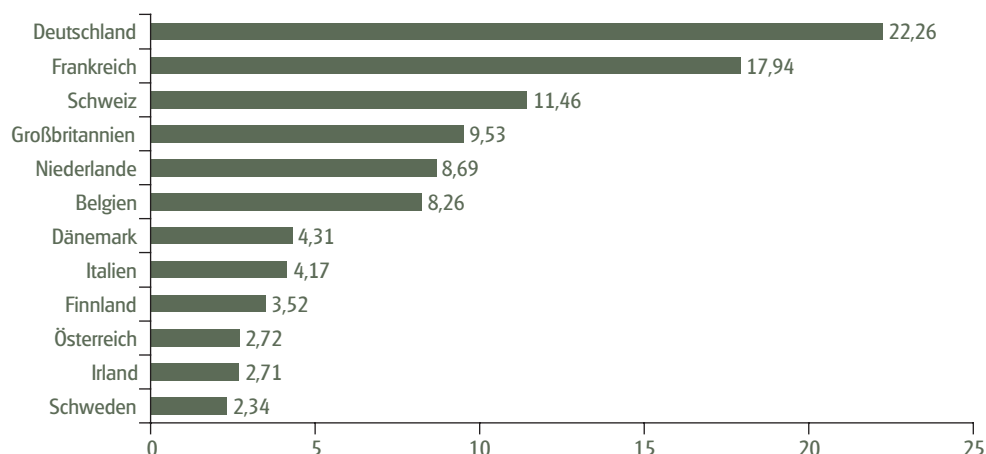
Portfolioallokation

Der Barbestand betrug zum Quartalsende 8,4% des verwalteten Vermögens. Der Fonds hatte 68 Werte im Portfolio, verteilt auf folgende Branchen und Länder:

Sektorbezogene Allokation (alle Werte in %)



Geografische Allokation (alle Werte in %)



Wir haben in diesem Quartal in drei neue Unternehmen investiert, darunter Royal Dutch Shell und die österreichische OMV AG, beides integrierte Erdöl- und Erdgasunternehmen. Wir haben außerdem in Haloutte Group, einen französischen Hersteller von Hydraulikkranen, investiert.

Im Rahmen einer allgemeinen Neugewichtung des Portfolios haben wir einige bestehende Positionen verstärkt. Auf den schwachen Aktienmärkten des vierten Quartals haben wir keine unserer Positionen verkauft.

Am Ende des Quartals entfielen 26,39% des Gesamtportfolios auf die zehn größten Positionen.

Die 10 größten Positionen

Unternehmen	Land	Sektor	Anteil
J.Sainsbury Plc	Großbritannien	Gebrauchsgüter	3,14%
Hochtief A.G.	Deutschland	Industrie	3,01%
A.P. Moeller - Maersk A/S B	Dänemark	Industrie	2,99%
Ste L D C SA	Frankreich	Gebrauchsgüter	2,68%
Roy.Philips Electr./Eur 0.2	Niederlande	Industrie	2,65%
Frankfurt Airport Serv.Worldw.	Deutschland	Industrie	2,61%
Buzzi Unicem	Italien	Werkstoffe	2,50%
Ericsson Tel. B	Schweden	IT	2,31%
Bqe.Canonale Vaudoise/Nom.	Schweiz	Finanzwesen	2,30%
Salzgitter AG	Deutschland	Werkstoffe	2,20%

Ausblick

Die Börsen neigen dazu, der Entwicklung der eigentlichen Wirtschaft voraus zu eilen, was dieses Mal mit Sicherheit zutrifft. Es besteht kein Zweifel, dass in den kommenden Quartalen weltweit ein erheblicher Wirtschaftsabschwung bevorsteht, der bei Unternehmen rund um die Welt zu sinkenden Wachstumsraten und Gewinnen führen wird. Die Weltwirtschaft lässt sich nicht auf die Schnelle reparieren. Die Aktienkurse spiegeln dies bereits weitgehend wider. Die Aktienmärkte haben erhebliche Verluste erlitten und unsere Bestände waren davon betroffen. Viele der Value-Unternehmen in unserem Portfolio waren bereits preisgünstig und sind nun noch preisgünstiger geworden, und ein extrem negatives Klima veranlasst zahlreiche Anleger dazu, bestimmte Sektoren oder sogar Aktien im Allgemeinen vollständig zu meiden.

Und wie haben wir auf diese volatilen Märkte reagiert? Um es mit Benjamin Graham zu sagen: *„Kursschwankungen können für den wahren Anleger im Grunde nur eines bedeuten: Sie bieten ihm eine Chance, weise einzukaufen, wenn die Kurse stark fallen, und weise zu verkaufen, wenn sie stark ansteigen. Ansonsten tut er besser daran, die Börse zu vergessen und auf seine Dividendenrenditen und die Betriebsergebnisse seiner Unternehmen zu achten.“*

Daher haben wir 2008 das getan, was wir immer tun: Wir haben uns auf unseren disziplinierten Anlageprozess konzentriert, sowohl in Bezug auf unsere vorhandenen Bestände als auch im Hinblick auf potenzielle neue Investitionen. Wir haben die Märkte nach Aktien mit attraktiven Abschlägen gegenüber ihren inneren Werten durchsucht und in diese investiert. Mit anderen Worten: Wir haben uns das kurzfristige Klima und die Angst zu Nutze gemacht, um gute Aktien preisgünstig einzukaufen, und haben 2008 in zehn neue Unternehmen investiert. Dies ist eine relativ hohe Anzahl für unseren Fonds.

Wir haben unsere vorhandenen Bestände genau im Auge behalten, um sicherzustellen, dass die inneren Werte nicht beeinträchtigt wurden. In zwei Fällen – bei Dexia und Agfa – hatten wir erhebliche Zweifel. Daher haben wir diese Positionen abgestoßen. Bei unseren sonstigen Beständen spricht nach wie vor vieles für eine Investition. Obwohl dies im derzeitigen Marktklima schwer zu glauben ist, haben sich deren Fundamentalwerte nicht grundlegend geändert, und ihr langfristiges Potenzial bleibt bestehen. Die Aktienkurse mögen zwar gefallen sein, aber das macht ein gutes Unternehmen nicht schlecht.

Warum sind wir in Bezug auf unsere Investitionen weiterhin zuversichtlich? Die Ursache dafür ist unser ursprünglicher Ansatz mit seinem Schwerpunkt auf der Bilanz und dem langfristigen Ertragspotenzial. In den letzten Jahren war viel von Eigenkapitalkosten die Rede, und dies hat dazu geführt, dass viele Unternehmen mehr Fremdkapital aufgenommen haben. Diese Unternehmen leiden jetzt, da hinsichtlich ihrer finanziellen Situation Unternehmen allgemein einer Art „Belastungsprobe“ unterzogen werden. Um die Filmanalogie aus unserem letzten Fonds-Update fortzusetzen: Dies erinnert uns an das U-Boot aus dem Klassiker „Das Boot“, wenn sein Rumpf in extremen Tiefen unter dem Wasserdruck ächzt und stöhnt. Unser Ansatz ist darauf ausgerichtet, Unternehmen zu identifizieren, die dem finanziellen Druck von zyklischen Abschwungsphasen standhalten und langfristig solide Erträge erwirtschaften können.

Wir sondern zum Beispiel aktiv Unternehmen mit übermäßigen Leasing- oder Pensionsverbindlichkeiten aus. Diese Verbindlichkeiten sind zwar keine Schulden im eigentlichen Sinne, sie können die Bilanz in schwierigen Zeiten jedoch ähnlich belasten, und wir sehen zurzeit konkrete Beispiele dafür. Nehmen wir zum Beispiel den US-Einzelhändler Circuit City – eine Aktie, in die wir nicht investiert haben: Das Unternehmen litt unter Schulden und Leasingverbindlichkeiten und stellte Anfang November einen Insolvenzantrag.

Wir wollen nicht abstreiten, dass viele Unternehmen einschließlich unserer Investitionen zurzeit schwache Erträge erwirtschaften. Zyklische Rückgänge sind beim Anlegen jedoch unvermeidbar. Daher betont unser Ansatz die Bewertung der Erträge über den gesamten Zyklus hinweg. Sofern man nicht davon ausgeht, dass der Weltuntergang bevorsteht, wird sich der Zyklus letztendlich wieder erholen. Wir müssen daran erinnern, dass in der Vergangenheit äußerst turbulenten Zeiten mit sehr niedrigen Bewertungen, wie wir sie zurzeit erleben, einige der besten Jahre für Aktienanleger gefolgt sind.

Selbst vor dem Hintergrund geringerer kurzfristiger Ertragserwartungen sind Aktien im Allgemeinen und unsere Anlagen im Besonderen preisgünstig. Ein weiteres Anzeichen für die niedrigen Bewertungen ist die Anzahl der Unternehmen, die jeden Monat unseren einfachen Bewertungstest bestehen. Die Zahl ist im Laufe von 2008 stetig angestiegen. Und betrachten wir schließlich die Bewertung unseres Fonds selbst: ein Kurs-Buchwert-Verhältnis von 0,79 mit einem Verhältnis der Nettoverschuldung zu Eigenkapital von nur 14,9% (ohne Finanzwesen). Angesichts der rückläufigen Aktienkurse des letzten Jahres mögen diese niedrigen Bewertungen als ein schwacher Trost erscheinen, in Wirklichkeit wird das Portfolio jedoch mit einem größeren Abschlag vom inneren Wert gehandelt als je zuvor, und dies ist hinsichtlich der zukünftigen Renditen vielversprechend.

Wir sind keineswegs mit der Fonds-Performance des letzten Jahres zufrieden. Wir haben jedoch oft gesagt, dass Value-Anleger manchmal wie ein dummer Schüler aussehen können, und dass der Erfolg Durchhaltevermögen und Vertrauen auf den inneren Wert der eigenen Investitionen erfordert. Man muss seiner Sache in guten wie in schlechten Zeiten treu bleiben, denn eine Value-Anlagestrategie liefert nicht immer umgehende, aber auf jeden Fall langfristig solide Renditen. Die Weltwirtschaft wird sich nicht über Nacht erholen. Die staatlichen Maßnahmen werden letztendlich Wirkung zeigen – es ist jedoch ebenso wichtig, dass die Banken wieder anfangen, Kredite zu vergeben. Und dennoch sind wir selbst jetzt, am Tiefpunkt des wirtschaftlichen Klimas, davon überzeugt, dass die Stärke und das niedrige Kursniveau unseres Portfolios uns über die schwierigen Zeiten hinweg helfen und die Möglichkeit bieten werden, langfristig wettbewerbsfähige Renditen zu erzielen. ■

Mit besten Grüßen

Jens Moestrup Rasmussen
Chief Portfolio Manager
13. Januar 2009

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.