

## Global Value Informationen für Anleger Q3/07

Rendite im 3. Quartal 2007:  
-4,78%

### Konjunkturdaten

### Sehr geehrte Anlegerin, sehr geehrter Anleger,

der Sparinvest Global Value Fonds musste ein enttäuschendes drittes Quartal 2007 hinnehmen. Während der MSCI World Index nur 2,8% verlor, verzeichnete der Fonds einen Wertverlust von 4,78%. Sowohl absolut als auch relativ war dies eines unserer fünf schlechtesten Quartale seit Auflegung des Fonds im Jahr 2001. Die Rendite des laufenden Jahres sieht dagegen mit 6,59% gegenüber 3,61% im Referenzindex besser aus.

In der folgenden Tabelle sind die Rendite des dritten Quartals, die Rendite des laufenden Jahres und die Rendite 2006 des Fonds im Vergleich zu verschiedenen Aktienmarktindizes dargestellt:

Sparinvest Global Value gegenüber Index			
	Q3 2007	YTD 2007	2006
Sparinvest Global Value	-4,78%	6,59%	13,55%
MSCI World Index	-2,80%	3,61%	7,40%
MSCI World Value Index	-4,75%	0,69%	11,89%
MSCI World Small Cap Index	-8,97%	-1,81%	4,84%

MSCI World Index, MSCI World Value Index und MSCI World Small Cap Index beinhalten alle eine breit gestreute Auswahl an Unternehmen weltweit. Alle Renditeberechnungen in EUR. ■

Weltweit erlitten die Aktienmärkte starke Verluste aufgrund der Krise im Subprime-Segment des US-amerikanischen Hypothekensektors. Bereits beim vorangegangenen Einbruch im Mai gab es Anzeichen dafür, dass sich die negative Entwicklung der zweitklassigen Hypothekendarlehen auch auf die globale Wirtschaft auswirken könnte, und dies hat sich nun bewahrheitet. Es ist deutlich geworden, dass zweitklassige Darlehen d.h. Hypothekendarlehen, die an amerikanische Hausbesitzer mit begrenzter oder schlechter Bonität vergeben wurden, sich nach Neustrukturierung (so genanntem „Repackaging“) und Verkauf als Asset-backed Securities (durch Forderungen unterlegte Wertpapiere) über die ganze Welt verbreitet haben. Stimmen wurden laut, Rating-Agenturen wie Standard & Poor's oder Moody's seien bei der Einstufung von mit zweitklassigen Forderungen unterlegten Wertpapieren zu großzügig gewesen und hätten den Anlegern ein falsches Gefühl der Sicherheit vermittelt.

Neben den in hohem Maße kreditfinanzierten Hedgefonds, die zu Jahresbeginn unter erhöhten Ausfallraten litten, machte im Juli ein anderer wichtiger Indikator das tatsächliche Ausmaß der Krise deutlich: Die IKB Deutsche Industriebank gab ernsthafte Schwierigkeiten bei der Refinanzierung ihrer Darlehen im sogenannten Rhineland Funding Conduit bekannt. Rhineland Funding ist ein Investment-Vehikel, das nicht in der Bilanz der IKB geführt wird und kurzfristige Commercial Papers ausgibt, um mit den Erlösen höher rentierliche Vermögenswerte zu kaufen. Wie andere Banken vereinnahmt die IKB Gebühren aus der Einrichtung und Verwaltung solcher Conduits, geriet aber in Schwierigkeiten, als keine Liquidität mehr vorhanden war.

Die mangelnde Transparenz in Hinblick auf die tatsächlichen Inhaber von zweitklassigen US-Darlehen schuf eine solche Unsicherheit und führte zu einem Mangel an Liquidität –

häufig als Kreditknappheit oder „Credit Crunch“ bezeichnet. Die Europäische Zentralbank ebenso wie die amerikanische Notenbank (FED) und andere Zentralbanken beschlossen, dem Geldmarkt Finanzspritzen in Höhe von mehreren hundert Milliarden Euro zu verabreichen, um eine Ausweitung der Krise zu verhindern. Die FED senkte sogar überraschend die Zinsen um 50 Basispunkte von 5,25% auf 4,75%, während die EZB und die Bank of Japan ihre Zinsen unverändert ließen. Bis Mitte August war der MSCI World Index innerhalb eines Monats um fast 11% gefallen. Einige Märkte erholten sich wieder bis zu ihren Niveaus vor der Krise, was darauf hindeutet, dass die Zinssenkung in den USA einige Anleger tatsächlich beruhigen konnte.

Das jährliche Wachstum in den USA ist auf 1,8% gefallen, und die FED nannte als Gründe für die Zinssenkung um 50 Basispunkte statt der erwarteten 25 Basispunkte insbesondere Wachstumsbedenken und die Verschlechterung der Kreditbedingungen. Die Inflation scheint unter Kontrolle zu sein, obwohl der Rekord-Ölpreis von 83 USD im September die Preise nach oben trieb und den privaten Konsum und das Wachstum in den USA weiter gefährden könnte.

In der Eurozone scheint die makroökonomische Situation unter Kontrolle zu sein: Die jährliche Wachstumsrate liegt nach dem zweiten Quartal bei 2,5%, die Inflation bei 1,7% und die Arbeitslosenquote bei 6,9%. Wichtigste Wachstumsmotoren sind Deutschland, Großbritannien und eine Reihe kleinerer Länder. Frankreich und Italien liegen unter dem Durchschnitt. Die Inflation scheint kein Problem zu sein. Einzige Ausnahme ist hier Deutschland, wo der VPI im September auf einen Jahreswert von 2,5% angestiegen ist.

Sowohl die EZB als auch die Bank of Japan entschieden sich im dritten Quartal gegen Zinserhöhungen. Der japanische Ministerpräsident Shinzo Abe trat im September nach nur einem Jahr an der Spitze der japanischen Regierung zurück. Eine Reihe von Skandalen hatte die Regierung Abe erschüttert, allen voran die Enthüllung, dass mehrere Millionen staatlicher Renteneinzahlungsbelege verloren gegangen waren und dass Beamte der Rentenkasse in den letzten Jahrzehnten über 300 Mio. Yen veruntreut hatten. Das BIP-Wachstum in Japan liegt derzeit bei jährlich 1,6%, und die Zinsen sind mit 0,5% weiterhin sehr niedrig. Im August sanken die Verbraucherpreise im Jahresvergleich um 0,2%, wogegen die Monatslöhne im Jahresvergleich um 0,1% stiegen. Dies war der erste Anstieg in neun Monaten, was sich positiv auf die zukünftigen Verbraucherpreistrends auswirken könnte. ■

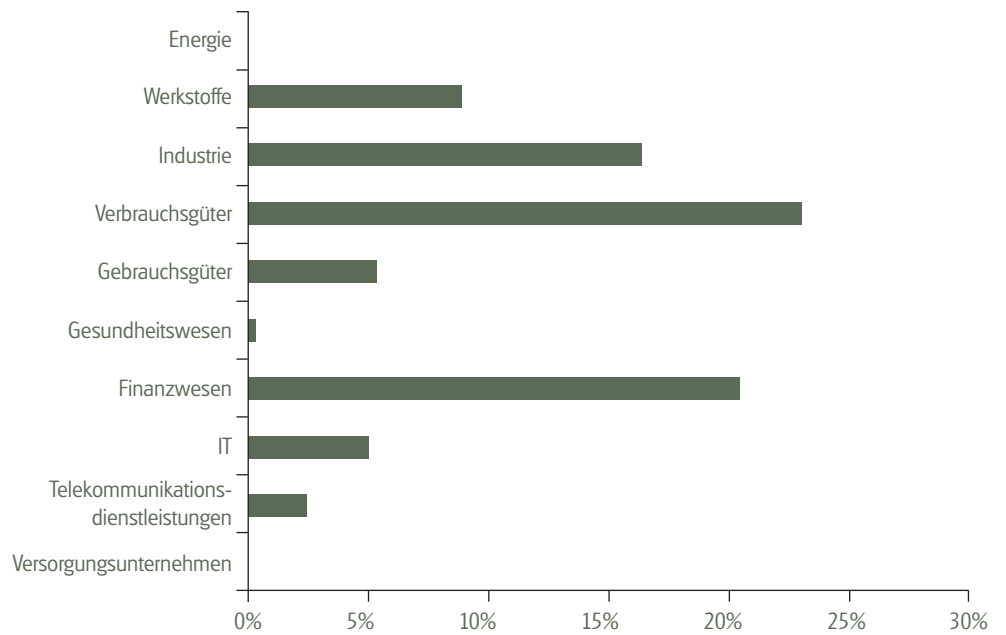
## Global Value Informationen für Anleger

### Veränderungen im Portfolio

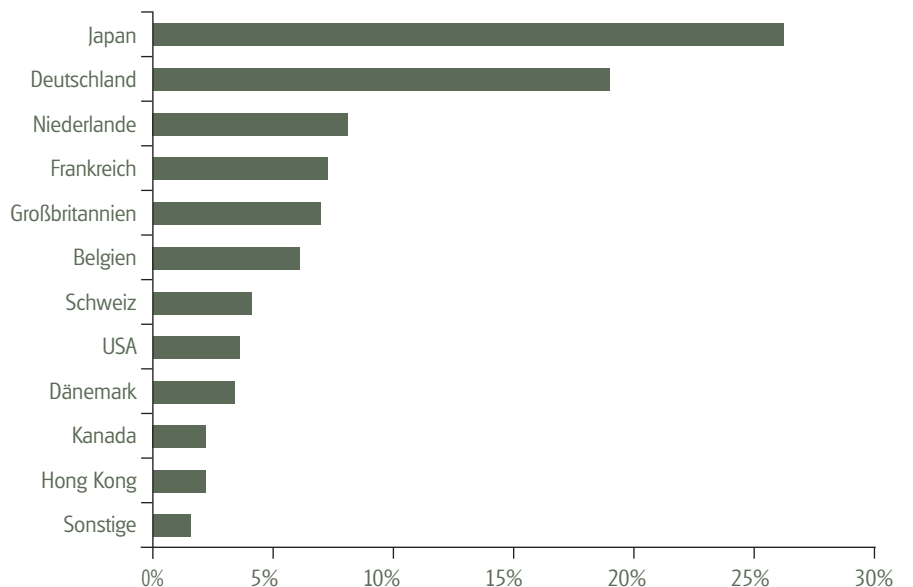
Drei Abgänge und vier neue Investments

Der Barbestand betrug zum Quartalsende 10,4% der verwalteten Vermögenswerte. Der Fonds hatte 94 Werte im Portfolio, verteilt auf folgende Branchen und Länder:

#### Sektorbezogene Strukturierung



#### Geografische Strukturierung



Die Handelsaktivität verstärkte sich in diesem Quartal, da die Turbulenzen im Zusammenhang mit der Hypothekenkrise neue Kaufgelegenheiten schufen. Wir begannen, Aktien von Fred's Inc., Dillard's, Renault und Millenium & Copthorne Hotels zu kaufen, und verstärkten 40 unserer bestehenden Positionen.

Fred's Inc. ist ein Betreiber von Discount-Warenhäusern im Südosten der Vereinigten Staaten. Dillard's betreibt Warenhäuser im Südosten, Südwesten und mittleren Westen der Vereinigten

Staaten. Renault stellt PKW und leichte Nutzfahrzeuge her, und Millenium & Cophorne besitzt und betreibt Hotels in 17 Ländern. Wir haben im Quartal unsere Aktien von Volkswagen, Boskalis Westminster und Umicore verkauft.

Am Ende des 3. Quartals entfielen 29,8% des Gesamtportfolios auf die 10 größten Positionen.

### Die zehn größten Bestände

Unternehmen	Sektor	Anteil
Man AG	Industrieanlagen	3,76%
A.P. Moeller - Maersk A/S B	Schifffahrt	3,37%
J.Sainsbury plc	Lebensmittel-Einzelhandel	3,37%
Hochtief AG	Hoch- und Tiefbau	3,21%
Roy. Philips Electr./Eur 0.2	Unterhaltungselektronik	2,93%
Peugeot S.A.	Automobilhersteller	2,80%
Nippon Tel&Tel	Telekommunikation	2,63%
Dexia S.A.	Banken	2,59%
Depfa Bank plc	Banken	2,55%
Nipponkoa Insurance Co Ltd	Sach- und Haftpflichtversicherung	2,54%

### Volkswagen Ziel erreicht

Volkswagen ist der größte Automobilhersteller Europas. Das in Wolfsburg, Deutschland, ansässige Unternehmen stellt Fahrzeuge in den niedrigeren Preissegmenten unter den Marken Skoda und Seat, in den mittleren und höherpreisigen Segmenten unter den Marken Volkswagen und Audi und in den Luxus- und Sportwagensegmenten unter den Marken Bentley, Lamborghini und Bugatti her.

2003 und 2004 hatte Volkswagen massive Probleme aufgrund seines überalterten Modellangebots, hoher Fehlerquoten und starker Verluste in den USA, wo die Verkaufszahlen zwischen 2001 und 2004 von 435.000 auf 256.000 Fahrzeuge gesunken waren. Das Audi-Segment war jedoch rentabler, und insgesamt erwirtschaftete Volkswagen noch immer einen Gewinn. Doch die Aktien des Unternehmens wurden nur noch zur Hälfte ihres Buchwertes gehandelt.

In der Zwischenzeit ist Volkswagen in den meisten seiner Sparten der Turnaround gelungen. Die Arbeitskosten lagen 2004 20% über dem Branchendurchschnitt, aber das Management schloss Vereinbarungen mit stark gewerkschaftsdominierten Produktionsstätten und begann die Kosten zu senken. Darüber hinaus verkaufte das Unternehmen Sparten außerhalb der Automobilfertigung u. a. 2006 die Mietwagensparte Europcar. Der weltweite Absatz der verschiedenen Marken des Konzerns wies Wachstumsraten im hohen einstelligen oder im zweistelligen Bereich auf. Bis 2006 hatte sich der Gewinn von Volkswagen gegenüber 2004 vervierfacht, und es gab noch immer Spielraum für deutliche Verbesserungen.

Wir haben unsere Volkswagen-Aktien im März und April 2005 zu Kursen zwischen 33 und 38 Euro gekauft. Wir gingen damals davon aus, dass unser VW-Investment gut gegen Kursrückgänge geschützt war und gleichzeitig ein hervorragendes Aufwärtspotenzial hatte, sowohl aus Sicht der Sum-of-the-Parts-Bewertung (losgelöst vom Gesamtkonzern) als auch auf Gewinn-/Turnaround-Basis.

Auch wenn unserer Meinung nach das Timing am Aktienmarkt extrem schwierig ist und die Erfolgsaussichten gering sind, haben wir beim Timing des Kaufs unserer Volkswagen-Aktien richtig gelegen. Der Aktienkurs begann unmittelbar danach zu steigen und durchbrach zu Jahresbeginn die Marke von 100 Euro, als der Sportwagenhersteller Porsche mit dem Aufbau einer strategischen Position begann, die zu einer Beteiligung von über 30% führen sollte, was das Unternehmen nach deutschem Recht zu einem Übernahmeangebot verpflichtet.

Wir haben unsere Position im August zu einem Durchschnittskurs von 145 Euro verkauft. Seitdem ist der Kurs um weitere 10% gestiegen – was in diesem Fall ein Beleg dafür ist, dass unsere primäre Stärke Disziplin und nicht Timing ist. Dennoch betrug unsere Jahresrendite aus dem Volkswagen-Investment über 75%. ■

### **Boskalis Westminster** Ziel erreicht

Die niederländische Firma Boskalis Westminster ist ein Bauunternehmen, das auf den Bau von Häfen und Wasserstraßen sowie Küsten- und Uferbefestigungen spezialisiert ist. Boskalis ist weltweit tätig und hat einen Jahresumsatz von 1,3 Mrd. Euro und rund 8.000 Beschäftigte.

Das Unternehmen verzeichnete 2003 und 2004 einen Abwärtstrend mit rückläufigen Umsätzen und Margen. Es erwirtschaftete noch immer Gewinne und wurde 2004 mit einem durchschnittlichen KGV zwischen 5 und 10 gehandelt. Boskalis schüttete sogar eine Dividende von ca. 4% aus und hatte in seiner Bilanz keine Schulden und immateriellen Vermögenswerte. Mit anderen Worten, das Unternehmen war sowohl auf KGV- als auch auf Buchwertbasis niedrig bewertet, obwohl die Marktteilnehmer es in einer Art Turnaround-Situation sahen.

Wir kauften unsere ersten Aktien am 19. September 2004 zum Kurs von 21 Euro. Seitdem verzeichnet Boskalis ein jährliches Umsatzwachstum von 15%, und die Margen haben sich noch stärker verbessert: Der Unternehmensgewinn ist heute dreimal so hoch wie 2004. Solide Auftragseingänge haben zu weiteren Kursgewinnen beigetragen, und wir verkauften die Aktie im September zu Kursen zwischen 31 und 32 Euro. Das Unternehmen nahm im Mai 2007 einen 1:3-Aktiensplit vor. Somit beträgt unser Zugewinn auf annualisierter Basis seit Kauf der Aktie im Jahr 2004 71%. ■

### **Umicore** Ziel erreicht

Die belgische Firma Umicore ist auf Metalle spezialisiert und hat vier Geschäftssparten: Advanced Materials, Precious Metals Products & Catalysts, Precious Metals Services und Zinc Specialties. Umicore hat über 10.000 Beschäftigte und einen Jahresumsatz von 8,8 Mrd. Euro. Die Produkte von Umicore werden in den verschiedensten Industriezweigen für Produkte wie Autokatalysatoren, wiederaufladbare Batterien für Mobiltelefone und Laptops, Halbleiter und Solarzellen eingesetzt.

Eine weitere belgische Position in unserem Portfolio – die Kupferschmelze Cumerio – gehörte früher zur Umicore-Gruppe, wurde aber 2005 im Rahmen der Unternehmensstrategie, aus dem reinen Rohstoffgeschäft auszusteigen, ausgegliedert.

2004 wurde Umicore trotz einer soliden Bilanz mit begrenztem Goodwill und Verschuldungsgrad unter seinem Buchwert gehandelt. Gleichzeitig verzeichnete Umicore gesunde Gewinne, die rasch wuchsen, nachdem das Unternehmen durch die Übernahme von PMG im Jahr 2003 im Automobilssektor Fuß gefasst hatte. Wir kauften unsere ersten Aktien am 8. Oktober 2004 zum Kurs von 63 Euro. Wir verkauften sie im September auf einem Niveau von 160–170 Euro. Die Jahresrendite mit Umicore seit unserem ersten Investment betrug 48%. ■

### Bevorstehende Übernahmen

Depfa, Cumerio, Sainsbury  
und Stork

In diesem Quartal waren keine weiteren Übernahmeangebote zu verzeichnen. Das Übernahmeangebot von Hypo Real Estate an die Depfa Bank wurde von der Mehrheit der Aktionäre angenommen. Im Allgemeinen bevorzugen wir Barangebote gegenüber Aktienangeboten. Dennoch wurde das Angebot in Höhe von 6,80 Euro und 0,189 Hypo-Aktien für jede Depfa-Aktie von der Mehrheit der Aktionäre angenommen, und wir werden im Oktober die Zahlung erhalten.

Befürchtungen, das Übernahmeangebot des von Qatar aus unterstützten Delta Fund für die britische Supermarktkette Sainsbury in Höhe von 600 Pence könnte zurückgezogen werden, sorgten im August für einen Kursrutsch auf 510 Pence. Delta ging jedoch in die Offensive und leitete den Due-Diligence-Prozess sowie die Suche nach Finanzierungsmöglichkeiten für die Transaktion ein, weshalb wir immer noch damit rechnen, dass die Übernahme stattfinden wird. Zum Quartalsende war der Aktienkurs von Sainsbury wieder auf 580 Pence gestiegen.

Der niederländische Mischkonzern Stork hat ein Übernahmeangebot der britischen Private-Equity-Gesellschaft Candover erhalten, doch die isländische Marel-Gruppe, die an den Lebensmittelverarbeitungsanlagen des Konzerns interessiert ist, hat eine Beteiligung von 30% akkumuliert und ist dadurch in der Lage, die Transaktion zu blockieren. Offenbar stehen die beiden Parteien in Verhandlungen um eine Lösung für die Lebensmittelsparte.

Die belgische Kupferschmelze Cumerio, die 2005 aus Umicore ausgegliedert wurde, befindet sich in einer ähnlichen Situation. Die Norddeutsche Affinerie, ein in Hamburg ansässiger Wettbewerber, hat sich in einem unseres Erachtens nach freundlichen Übernahmeangebot zum Kauf von Cumerio bereit erklärt. Nun hat das österreichische Maschinenbau-Unternehmen A-Tec Industries seine Beteiligung an Cumerio auf 25% erhöht und kann damit die Transaktion blockieren. A-Tec ist aber auch größter Aktionär der Norddeutschen Affinerie, und die Deutschen rechnen weiterhin mit einem erfolgreichen Abschluss ihrer Übernahmepläne. ■

### Ausblick

Was ist in diesem Quartal geschehen, dass angesichts unserer ansonsten so stetigen Value-Strategie dennoch ein Verlust von über 4% entstehen konnte? Die Kreditverknappung (auch als „Credit Crunch“ bezeichnet), die durch die Ausfälle bei zweitklassigen Hypothekendarlehen in den USA ausgelöst wurde, schlägt sich in einem ernsthaften Mangel an Liquidität nieder – die Kreditinstitute halten still und bieten den Marktteilnehmern keinen Zugang zu Finanzierungen. Aus diesem Grund haben mehrere Zentralbanken recht drastische Schritte unternommen und dem Geldmarkt Milliarden bereitgestellt.

Hier wirkten verschiedene Mechanismen. Vor allem kreditfinanzierte Anleger, Hedgefonds und Conduits von Banken gerieten in ernsthafte Schwierigkeiten, da sie ihre kurzfristigen Finanzierungen nicht refinanzieren konnten und daher gezwungen waren, Teile ihrer langfristigen Positionen zu verkaufen. Auch wenn sich ansonsten nichts verändert, setzt dies die Aktienmärkte unter Druck – was wiederum zusätzliche Nachschussforderungen auslösen kann, da die als Sicherheiten gehaltenen Aktien an Wert verlieren.

Viele unserer Positionen im Sparinvest Global Value Fonds verzeichneten im Quartal zweistellige Verluste, obwohl die Unternehmen überhaupt keine Nachrichten herausgegeben hatten. Selbst Unternehmen mit gesunden Gewinnen und verbessertem Wachstumspotenzial wurden in Mitleidenschaft gezogen. Wir reagierten darauf, indem wir mehr Zeit und Ressourcen für das Screening und die Auswahl unterbewerteter Aktien aufwandten. Von den vier neuen Werten im Portfolio waren uns drei schon vorher vertraut. Wir hatten seit

Herbst 2005 Dillard's beobachtet, und zu Jahresbeginn wurden Millenium Copthorne Hotels und Renault analysiert, diese wiesen aber unserer Einschätzung nach keine ausreichende Unterbewertung auf. Im Zuge der Subprime-Turbulenzen wurden diese drei Aktien plötzlich mit Abschlägen von 40%, 35% und 25% gegenüber ihren Kursniveaus vom zweiten Quartal gehandelt. Da wir diese Aktien bereits analysiert hatten, betrachten wir dies nicht als Timing-Strategie, sondern vielmehr als Bestätigung unseres disziplinierten Ansatzes: Wir hatten die Aktien wegen ihres mangelnden Aufwärtspotenzials auf Eis gelegt, bis die „Zwangsverkäufe“ im August dazu führten, dass sie unser Kriterium einer Unterbewertung von 40% erfüllten.

Unsere primäre Stärke ist weiterhin unser Know-how bei der Identifizierung und Auswahl von und Anlage in Value-Aktien. Volatile Märkte, wie wir sie in diesem Quartal erlebt haben, verbessern unsere Chancen, unterbewertete Unternehmen rund um die Welt zu finden, und wir haben in diesem Quartal bedeutende Investments getätigt, die künftig zu nachhaltigen Erträgen unseres Fonds beitragen werden. Am Ende des 3. Quartals 2007 wies unser Portfolio ein durchschnittliches Kurs-Buchwert-Verhältnis von ca. 1,5 gegenüber einem Wert von 3,7 für den MSCI World Index auf.

Wie immer vertrauen wir vollkommen auf die Qualität unserer Positionen. Das Risiko eines permanenten Kapitalverlusts ist beim Sparinvest Global Value begrenzt, und das Aufwärtspotenzial ist nach wie vor sehr zufriedenstellend. Wir sehen das zukünftige Potenzial unserer Investments äußerst positiv. ■

Mit besten Grüßen

Sparinvest Asset Management

Jens Moestrup Rasmussen  
Head of Fund Management und Lead Portfolio Manager  
3. Oktober 2007

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 in 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.