

## European Value Fonds-Update Q4/07

### Die Wertentwicklung im Überblick

#### Sehr geehrte Anlegerin, sehr geehrter Anleger,

das Jahr 2007 war für Aktienanleger im Allgemeinen, und auch für die Anleger des Sparinvest European Value-Fonds, ein enttäuschendes Jahr. Das vierte Quartal zeichnete eine negative Wertentwicklung in Höhe von 9,56% und drückte somit das Gesamtjahresergebnis auf -4,13%.

Der allgemeine europäische Aktienmarkt lieferte im Jahr 2007, gemessen am MSCI Europe Index, eine durchschnittliche Rendite von 2,69%, während der MSCI Europe Value und der MSCI Europe Small Cap Verluste in Höhe von 2,38% beziehungsweise 7,51% verzeichneten. Die Rendite unseres Fonds ist trotz alledem nicht zufriedenstellend, weder absolut noch relativ betrachtet. Neue Anleger möchten wir nachdrücklich darauf hinweisen, dass wir – als langfristig arbeitende Value-Anleger – manchmal kurz- oder mittelfristige Verluste hinnehmen, um langfristig ausgezeichnete Erträge erzielen zu können.

In der folgenden Tabelle ist die Wertentwicklung des Fonds im vierten Quartal und für das Jahr 2007 im Vergleich zu verschiedenen Aktienmarktindizes dargestellt:

#### Sparinvest European Value gegenüber verschiedenen Indizes

	Q4 2007	2007
Sparinvest European Value	-9,56%	-4,13%
MSCI Europe-Index	-3,18%	2,69%
MSCI Europe Value-Index	-5,07%	-2,38%
MSCI Europe Growth-Index	-1,39%	7,82%
MSCI Europe Small Cap-Index	-7,20%	-7,51%

MSCI Europe-Index, MSCI Europe Value-Index und MSCI Europe Small Cap-Index beinhalten alle eine breit gestreute Auswahl an Unternehmen europaweit. Alle Berechnungen in EUR. ■

### Konjunkturdaten

Im Jahr 2007 wiederholte sich die Geschichte. Es war bei Weitem nicht das erste Mal, dass eine Immobilienblase und mangelnde Bonitätskontrollen Probleme verursachen, die sich bis in die Aktienmärkte ausdehnten. Die Subprime-Krise beweist allerdings, dass die Globalisierung und die Integration der internationalen Finanzmärkte die Spielregeln geändert haben. Die aktuelle Situation ist der japanischen Immobilienmarktkrise in den späten 1980ern in vielerlei Hinsicht ähnlich. Damals beschränkten sich die Verluste hauptsächlich auf japanische Firmen und Anleger. Heute sind die Subprime-Opfer auch in Deutschland, Japan und vielen anderen Ländern zu finden, obwohl die US-Großbanken einige ihrer höchsten Verluste einstecken mussten.

Unter dem Einsatz von Zinssatzsenkungen einerseits und koordinierten Maßnahmen andererseits versuchten die größeren Zentralbanken die Märkte zu beruhigen. Denn die Liquidität wurde geringer und die Marktteilnehmer wurden aufgrund von Befürchtungen, dass die Gegenpartei ein Subprime-Risiko haben könnte, nicht aktiv. Zuerst senkte die US-Bundeszentralbank (FED) im September ihren Zinssatz um 0,5% und im November um weitere 0,25%. Als die Kreditknappheit auch Anfang Dezember anhielt, erwarteten die Marktteilnehmer eine weitere Zinssatzsenkung im Bereich von 0,5%. Doch die FED senkte

den Zinssatz nur um 0,25%, woraufhin die Aktienmärkte erneut fielen. Am 12. Dezember kam es zu der größten koordinierten Zentralbankenmaßnahme seit dem 11. September 2001. An dieser beteiligten sich neben der FED auch die EZB, die Bank of England sowie die kanadische und die Schweizer Zentralbank.

Seite an Seite mit den negativen Auswirkungen der Subprime-Krise auf die Aktienmärkte, geriet auch der US-Dollar stark unter Druck. Er erreichte gegenüber dem Euro ein Rekordtief, da die erwartete Umplatzierung der gewaltigen Devisenreserven Chinas von 1,4 Billionen Dollar Besorgnis erregte. Im Vergleich mit seinem Stand im Jahr 2001 verlor der US-Dollar gegenüber dem Euro fast die Hälfte seines Werts.

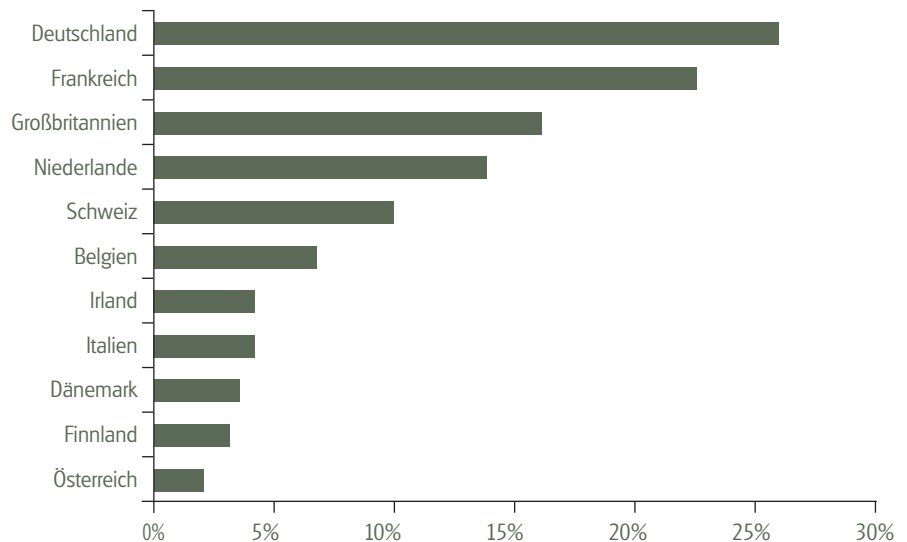
In den Industrieländern verschlechterte sich im Jahr 2007 der Ausblick sowohl bezüglich der Inflation als auch der Unternehmenszahlen. Einzige Ausnahme ist Japan, wo das Wachstum endlich näher an die 2-Prozent-Marke herankletterte, obwohl das Land noch immer unter starken wirtschaftlichen Schwierigkeiten leidet. Der Ölpreis trug nicht zur Besserung der Situation bei, da er während des vierten Quartals stetig anstieg und immer neue Rekorde brach. In den ersten Tagen des neuen Jahres überschritt er die 100-Dollar-Grenze, was die Aktienmärkte noch tiefer fallen ließ. ■

### Portfolioallokation

Der Barbestand betrug zum Quartalsende 1,5% der verwalteten Vermögenswerte. Der Fonds hatte 61 Werte im Portfolio, verteilt auf folgende Branchen und Länder:



### Geografische Strukturierung



Wir arbeiteten weiterhin daran, den Fonds auf 80 oder mehr Positionen auszubauen, und die aktuellen Marktbedingungen – so hart sie sich auch auf die Wertentwicklungen auswirken – bieten uns neue Möglichkeiten, geeignete Value-Aktien zu finden. Im Laufe des Quartals investierten wir in ein neues Unternehmen, den Schweizer Heizkörperhersteller Zehnder Group.

Am Ende des 4. Quartals entfielen 26,5% des Gesamtportfolios auf die 10 größten Positionen.

#### Die zehn größten Positionen

Unternehmen	Sektor	Anteil
L.D.C.	Gebrauchsgüter	3,13%
Grammer	Verbrauchsgüter	3,07%
Philips Electronics	Industrie	2,98%
Alfred McAlpine	Industrie	2,60%
Renault	Verbrauchsgüter	2,52%
Guyenne & Gascogne	Gebrauchsgüter	2,50%
A.P. Moeller - Maersk	Industrie	2,47%
Peugeot	Verbrauchsgüter	2,42%
Deutsche Postbank	Finanzwesen	2,41%
Dexia	Finanzwesen	2,41%

### Die Übernahmeaktivitäten könnten zum Stillstand gelangen Sainsbury-Angebot zurückgezogen

Die Sparinvest Value-Fonds profitierten bereits in der Vergangenheit von einem großen Anteil an Übernahmen im Portfolio. Rund ein Drittel der Aktien, die wir abgegeben haben, wurden von privater Hand durch finanzstarke Käufer, wie Private Equity-Fonds, übernommen. Diese sind deshalb an den Unternehmen in den Sparinvest Value-Fonds interessiert, weil sie sich auf ähnliche Kriterien konzentrieren – das heißt auf stabile langfristige Ertragskraft und auf gesunde Bilanzen.

Allerdings kosten derartige Übernahmen die Private Equity-Fonds aufgrund der Subprime-Krise nun mehr, da sich die Finanzierung von Übernahmekrediten verteuerte. Darüber hinaus hatten viele der größten US-Investmentbanken bei der Weitergabe von Darlehen zu kämpfen, die sie garantiert hatten, bevor die Subprime-Krise die Anleger überhaupt tangierte. Das führte wiederum dazu, dass die Banken zu Abschreibungen bei Finanzierungsgeschäften gezwungen waren, welche im Frühling und Sommer 2007 getätigt wurden.

Die veränderten Liquiditäts- und Bonitätsrichtlinien wirkten sich auch auf unser Portfolio und das Übernahmeangebot für die britische Sainsbury Gruppe – unsere viertgrößte Position zu Quartalsbeginn – aus. Der Delta Two-Fonds, der in Rohölerteilungen des Golfstaates Qatar investiert, nahm sein Übernahmeangebot für diese britische Supermarktkette in Höhe von 10,6 Milliarden Pfund Sterling zurück. ■

### Alfred McAlpine Übernahme

Während Private Equity-Fonds nur schwer mit dem aggressiven Übernahmeverhalten Schritt halten können, das wir in den letzten Jahren erlebten, öffnen sich für industrielle Käufer neue Chancen. Unternehmen kaufen andere Unternehmen in ihrer eigenen oder einer verwandten Branche, da sie von den Verlusten der Aktienmärkte profitieren und niedrig notierte Konkurrenzunternehmen erwerben können. Carillion, Englands zweitgrößtes Bauunternehmen, zeigte Interesse an der Ingenieur- und Bauwesen-Gruppe Alfred McAlpine, die auch in unserem European Value Portfolio vertreten ist. Zuerst lehnte das Management von McAlpine das Angebot aufgrund seiner geringen Höhe ab. Doch als die Aktienmärkte im vierten Quartal in den Sinkflug gingen, änderte McAlpine plötzlich seine Meinung, obwohl Carillion zwischenzeitlich sein Angebot heruntergesetzt hatte.

Das Übernahmeangebot umfasste sowohl Bargeld als auch Anteile, eine Zahlungsmethode, die wir grundsätzlich ablehnen. Zusätzlich empfanden wir die ablehnende Haltung des Managements gegenüber dem ersten Angebot – und die spätere Genehmigung des zweiten, geringeren Angebots – zumindestens als verwunderlich. ■

### Ausblick

Das erste Jahr des European Value-Fonds verlief unzufriedenstellend. Die Wertentwicklung des Fonds blieb deutlich hinter jener des MSCI Europe-Index zurück. Viele unserer Positionen, große wie kleine Kapitalgesellschaften, schnitten schlechter ab als ihre Mitbewerber.

Das US-Subprime-Problem löste eine Krise aus, die später auf den Rest der Welt übergriff. Diese Krise erschütterte den Finanzsektor und es bestand große Unsicherheit bezüglich der Frage, welche Finanzbereiche Subprime-Risiken ausgesetzt sind und welche nicht.

Viele unserer Positionen sind den Sektoren Industrie, Finanzwesen und Einzelhandel zuzurechnen. Diese Industriezweige hatten es im Jahr 2007 besonders schwer. Auf Unternehmensebene sahen wir jedoch viele einwandfrei Handelsberichte mit guten Erträgen und ebensolchen Bilanzen. Mit anderen Worten: Die Rahmendaten der Unternehmen in unserem Portfolio sind in Ordnung, doch das Kursdiagramm des Jahres 2007 besagte

unglücklicherweise das Gegenteil. Zu Jahresende lag das Preis-Buchwert-Verhältnis der Aktien in unserem Portfolio bei nur 1,3; der Unternehmenswert betrug lediglich das 4,7fache des Reingewinns (EBITDA) und das Verhältnis zwischen Nettofremdkapital und Eigenkapital lag bei 6,1%.

Besonders in Zeiten wie diesen ist es von äußerster Wichtigkeit, Disziplin zu bewahren und an der Strategie festzuhalten. Wir werden uns weiterhin auf den betrieblichen Wert unserer Unternehmen konzentrieren und nicht auf kurzfristige Preisfluktuationen. Wer sich für eine Anlage in Aktien entscheidet, setzt sich gleichzeitig auch einem Marktrisiko aus, das auch durch breiteste Streuung nicht vollständig eliminierbar ist. Auf der anderen Seite kann allerdings das Risiko in Bezug auf den Aktienkauf durch sorgfältige Analysen minimiert werden.

Obwohl wir es im letzten Quartal mit sehr volatilen Märkten und einer ganzen Reihe von Unsicherheiten zu tun hatten, und im kurzfristigen Horizont nur sehr wenige Anzeichen für eine Verbesserung bemerken, sehen wir das künftige Potenzial unserer Investitionen aufgrund der Qualität der Unternehmen im Portfolio in einem sehr positiven Licht. ■

Mit besten Grüßen

Sparinvest Asset Management

Jens Moestrup Rasmussen  
Head of Fund Management and Lead Portfolio Manager  
9. Januar 2008

### Notizen

### Notizen

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.