

## European Value Fonds-Update Q1/08

**Die Wertentwicklung im Überblick**  
Q1/08 Verlust von 12,75%

### Konjunkturdaten

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

auch das erste Quartal 2008 war für die globalen Aktienmärkte von Herausforderungen geprägt. Unser Fonds erzielte eine negative Rendite von 12,75%. Natürlich enttäuschte uns diese Wertentwicklung sehr, allerdings ermutigt es uns, dass die Rahmendaten unserer Portfoliobestände im Großen und Ganzen von den Befürchtungen einer Rezession und Marktschwankungen unberührt blieben und dass sie nach wie vor solide Erträge und gesunde Bilanzen aufweisen.

Der europäische Aktienmarkt verlor in diesem Quartal gemessen am MSCI Europe Index 15,68% während der MSCI Europe Value und MSCI Europe Small Cap Verluste in Höhe von 17,25% und 12,54% aufwiesen. Die Wachstumsaktien hatten auch zu kämpfen, der MSCI Europe Growth-Index fiel um 14,15%.

In der folgenden Tabelle sind die Renditen des Fonds für das erste Quartal 2008 und das Jahr 2007 im Vergleich zu verschiedenen Aktienmarktindizes dargestellt.

#### Sparinvest European Value gegenüber verschiedenen Indizes

	Q1 2008	2007
Sparinvest European Value	-12,75%	-4,13%
MSCI Europe-Index	-15,68%	2,69%
MSCI Europe Value-Index	-17,25%	-2,38%
MSCI Europe Growth-Index	-14,15%	7,82%
MSCI Europe Small Cap-Index	-12,54%	-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. ■

Das erste Quartal 2008 dominierten die anhaltenden Berichte über die Subprime-Verluste und die damit verbundene Kreditkrise sowie auch die Befürchtungen einer Rezession in den Vereinigten Staaten. Die Zentralbanken, insbesondere die US-Notenbank (Fed), die EZB und die Zentralbanken von England, Kanada und der Schweiz, setzen ihre abgestimmten Bemühungen fort, den Liquiditätsdruck zu senken, und die Fed senkte aggressiv die Zinssätze, die sie im vierten Quartal 2007 um insgesamt 100 Basispunkte herabgesetzt hatte. Nach einer außerplanmäßigen Sitzung am 22. Januar kündigte die Fed eine scharfe Senkung um 75 Basispunkte an und acht Tage später bei ihrer planmäßigen Sitzung senkte sie die Zinsen um 50 Basispunkte.

Es wurde allgemein befürchtet, dass die Liquiditätskrise im Endeffekt zum Konkurs einer großen US-Investmentbank führen würde. Am 17. März wurde die bittersüße Nachricht bekannt, dass Bear Stearns der Krise zum Opfer fallen und JPMorgan Chase die Investmentbank in einem hastig vereinbarten Deal – und mit einer beträchtlichen Kapitalspritze von der Fed – übernehmen würde. Am nächsten Tag folgte eine weitere Zinssenkung um 75 Basispunkte und die relativ günstigen Erträge von Lehman Brothers und Goldman Sachs hatten vereint die Wirkung, die Märkte etwas zu beruhigen. Später im März umriss Henry Paulson, der US Treasury Secretary, Vorschläge für die Umgestaltung der staatlichen Vorschriften für Finanzinstitute, die eine stärkere Beteiligung der Fed vorsehen.

In Japan lief die Amtszeit von Herrn Fukui, dem Präsidenten der japanischen Zentralbank, ab. Ein Streit zwischen den regierenden Liberalen Demokraten und der gegnerischen Demokratischen Partei von Japan verzögerte allerdings die Bestellung eines Nachfolgers. Ein Kompromiss scheint sich abzuzeichnen in der Person des ehemaligen stellvertretenden Präsidenten Masaaki Shirakawa.

Der US-Dollar verlor im letzten Quartal erheblich an Wert und näherte sich Mitte März einem Kurs von 1,60 EUR und 95 JPY, obwohl dieser Abwärtsdruck in den letzten zwei Wochen des Quartals etwas nachließ. Vielleicht sollte nicht überraschen, dass die Märkte nicht nur unter dem schwachen Dollar litten, sondern auch unter den steigenden Erdölpreisen. Nach den Höchstständen zu Jahresbeginn gingen die Preise unter die Marke von 90 USD zurück, zogen jedoch Mitte Februar wieder an und erreichten Mitte März 110 USD. Die Goldpreise entwickelten sich ähnlich.

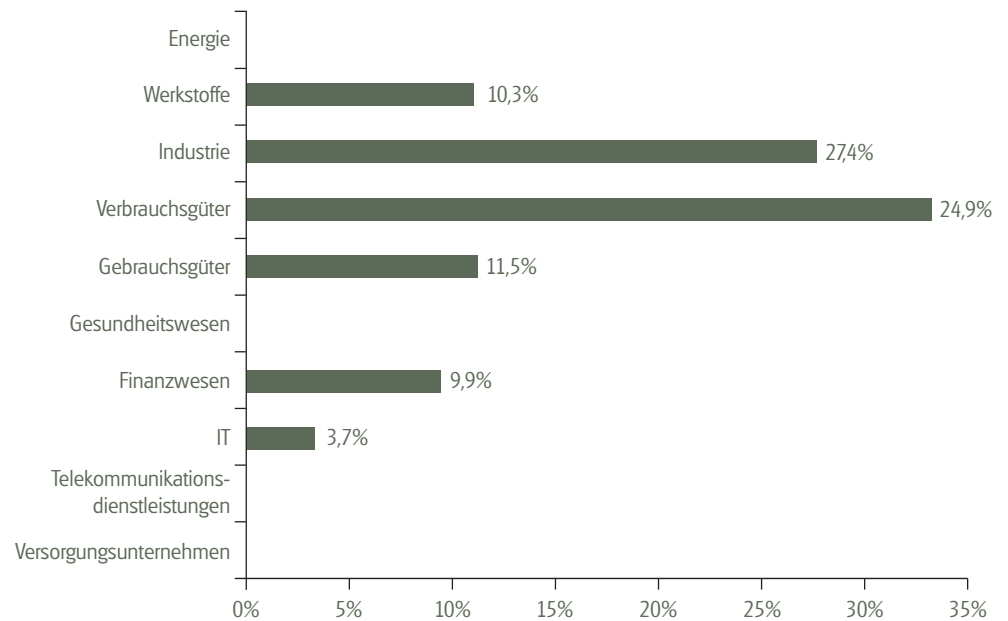
In Japan sind einige viel versprechende Anzeichen einer Erholung erkennbar. Die vorläufigen Schätzungen für das vierte Quartal 2007 weisen auf ein jährliches Wachstum des realen BIPs von 3,7% und im Februar auf einen um 1,0% höheren Kern-VPI hin, das höchste Wachstum seit 15 Jahren. In den Vereinigten Staaten stieg im Februar zum ersten Mal seit sieben Monaten der Verkauf bestehender Eigenheime, aber das Vertrauen der Verbraucher erreichte im März den tiefsten Stand seit fünf Jahren. Am 2. April sprach Ben Bernanke, der Vorsitzende der Fed, vor dem US-Kongress die Warnung aus, dass die US-Konjunktur im ersten Halbjahr 2008 „leicht schwächer“ werden könnte. Zu Beginn des zweiten Quartals zeichnen sich zwar Anzeichen einer Stabilisierung ab, aber die Finanzmärkte werden wahrscheinlich für gewisse Zeit unter Druck stehen.

Im Euroraum wurde am 9. April die abschließende Feststellung des BIPs für das vierte Quartal 2007 bekannt gegeben, die ein verlangsamtes Wachstum von 2,7% auf 2,3% bestätigte. Auch hier sehen wir im zweiten Quartal Zeichen einer Stabilisierung und dass die Märkte wohl noch einige Zeit unter Druck bleiben werden. ■

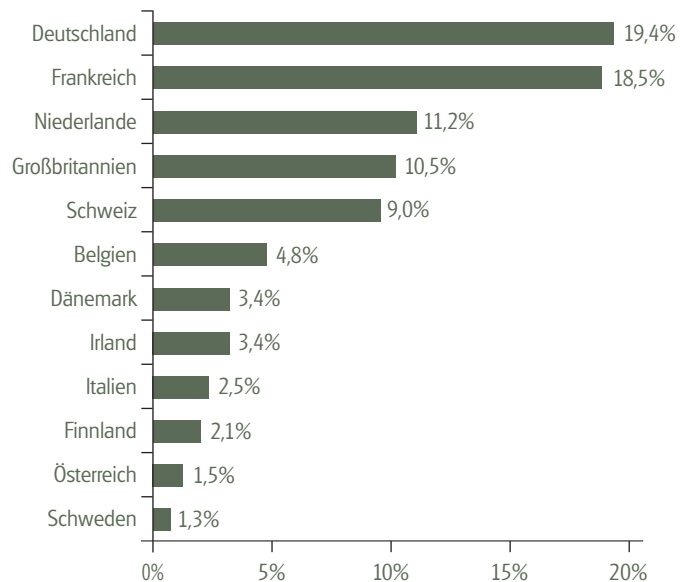
### Portfolioallokation

Der Barbestand betrug zum Quartalsende 12,3% der verwalteten Vermögenswerte. Der Fonds hatte 62 Werte im Portfolio, verteilt auf folgende Branchen und Länder:

#### Sektorbezogene Allokation



#### Geografische Allokation



Wir bauen die Anzahl der Fondspositionen ständig aus. In diesem Quartal investierten wir in den schwedischen Hersteller von Telekommunikationsgeräten LM Ericsson und stockten unsere Positionen in 23 Unternehmen auf.

Am Ende des Quartals entfielen 26,9% des Gesamtportfolios auf die zehn größten Positionen.

#### Die zehn größten Positionen

Unternehmen	Sektor	Land	Anteil
A.P. Moeller - Maersk A/S B	Industrie	Dänemark	3,43%
Dexia SA	Finanzwesen	Belgien	3,14%
Deutsche Postbank	Finanzwesen	Deutschland	2,95%
Royal Philips Electronics	Industrie	Niederlande	2,89%
Renault SA	Verbrauchsgüter	Frankreich	2,78%
Peugeot SA	Verbrauchsgüter	Frankreich	2,59%
RSDB NV	Industrie	Niederlande	2,45%
Jungheinrich AG	Industrie	Deutschland	2,23%
Grammer AG	Verbrauchsgüter	Deutschland	2,22%
Millenium & Cophome Hotels	Verbrauchsgüter	Großbritannien	2,22%

**Cumerio und Alfred McAlpine**  
Übernahmen abgeschlossen,  
Zahlungen erhalten

In unserem vorherigen Schreiben informierten wir Sie über die mögliche Übernahme von Cumerio, der belgischen Kupferhütte, durch den Hamburger Konkurrenten Norddeutsche Affinerie. Die Situation wurde ausweglos, als das australische Maschinenbauunternehmen A-Tec Industries seine Beteiligung an Cumerio auf 25% erhöhte und somit den Deal blockieren konnte. Am 12. Februar 2008 erklärte A-Tec jedoch, dass sie das Angebot von 30 EUR je Aktie anzunehmen bereit war.

Wir erwarben unsere ersten Aktien von Cumerio im April 2004, als das Unternehmen von Umicore ausgegliedert wurde. Das neue Unternehmen versprach gesunde Erträge, eine nahezu fremdfinanzierungsfreie Bilanz und war mit dem Kurs von 10,50 EUR angesetzt, der annähernd dem Buchwert entsprach. Die bei der Übernahme für die Position erhaltenen 30 EUR führen zu einer Jahresrendite von insgesamt 48%.

Die Übernahme eines anderen unserer Bestände, die des britischen Bauunternehmens Alfred McAlpine, wurde auch abgeschlossen. Der Deal hatte Erfolg, obwohl wir das Angebot von Carillion, des größten Konkurrenten von McAlpine ablehnten, da es noch niedriger als das vorherige war, welches das Management ablehnte. Wir wurden in der Form von Carillion-Aktien und -Bargeld entschädigt und boten die Aktien feil, da sie unseren Wertkriterien nicht entsprachen. ■

**Agfa Gevaert**  
Aktie überprüft und mit  
Verlust verkauft

Agfa Gevaert NV ist ein belgischer Hersteller von analogen und digitalen Zubehör-Produkten für die Grafik-, Gesundheits- und andere Branchen. Das Unternehmen weist einen Umsatz von ca. 3,3 Mrd. EUR auf und beschäftigt 1400 Mitarbeiter.

Wir erwarben die ersten Aktien von Agfa Gevaert im März 2004. Die Aktie wurde mit einem Kurs gehandelt, der 1,7mal höher lag als der Buchwert, und obwohl das Unternehmen eine begrenzte Nettoverschuldung und nur wenige immaterielle Anlagewerte aufwies, waren wir überzeugt, dass die gesunde Bilanz genügend Schutz gegen Kursrückfälle bot. Der Aktienmarkt hatte Agfa für die rückläufigen Erträge in seinem Unternehmensbereich Verbraucher-Zubehör bestraft, der von der Umstellung von Film zu Digitalkameras betroffen war. Das Ergebnis war, dass die Aktie mit einem KGV unter dem 10fachen und einem EV/EBITDA auf Höhe des 4-5fachen gehandelt wurde. Wir sahen hierin ein positives Aufwärtspotenzial.

Das Unternehmen gliederte seinen Unternehmensbereich Verbraucher-Zubehör aus, um sich mehr auf die Wachstumsbereiche Grafiksysteeme und Gesundheitswesen konzentrie-

ren zu können, und es schien nach Abstoß des schrumpfenden Segments in der Lage zu sein, seine Geschäfte angemessen zu stabilisieren. Agfa hatte bestimmte strategische Übernahmen geplant und führte diese in den letzten paar Jahren auch durch, die Ertragssteigerung nahm jedoch leider keine konkreten Formen an. Als sich die Bilanz stufenweise verschlechterte, kam bei uns die Befürchtung auf, dass die Schulden, der Firmenwert und die Pensionsverpflichtungen in Zukunft höchst problematisch werden könnten, wenn sich die Erträge nicht gravierend verbesserten.

Als die Unruhe des Aktienmarkts im August 2007 zunahm, kündigte Agfa seine Absicht an, sich vor Jahresende in drei unabhängige, börsennotierte Unternehmen aufzuspalten, die jeweils die Geschäfte von Agfa Graphics, Agfa HealthCare und Agfa Materials übernehmen würden. Diese Lösung schien angebracht, aber gegen Ende 2007 wurde offensichtlich, dass sie in absehbarer Zukunft nicht in die Tat umzusetzen war. Da wir eine Bilanzsanierung bezweifelten und die Geschäfte des Unternehmens nur geringfügige Verbesserungen erwarten ließen, beschlossen wir, aus unserer Anlage auszusteigen.

Wir verkauften unsere letzten Agfa-Aktien im Januar zu 7,46 EUR. Bei einem Ersterwerbspreis von 20,28 EUR im März 2004 bedeutet das einen Verlust von 59% nach Dividenden bzw. eine Jahresrendite von -20,5%. ■

### Ausblick

Die Aktienmärkte schnitten im ersten Quartal 2008 äußerst schlecht ab, was auf die höhere Kreditknappheit seit Sommer 2007 zurückzuführen war. Wir bekommen jetzt die Auswirkungen der Kreditblase der letzten drei bis vier Jahre zu spüren, in denen Kredite im Wesentlichen übermäßig preisgünstig waren. Der leichte Zugang zu Kapital führte zu einer allgemeinen Euphorie und die Märkte sind jetzt in Katerstimmung.

Der jüngste Baissemarkt war im Vergleich zu anderen zwar akut, aber historisch gesehen erholen sich Aktienmärkte im Laufe der Zeit wieder. Bei derartigen Entwicklungen tendieren die Marktteilnehmer dazu, ihren Aktienbesitz einzuschränken, ohne dabei den Fundamentaldaten der einzelnen Unternehmen besondere Aufmerksamkeit zu schenken. Der Marktwert spiegelt den aktuellen Kurs wider, mit dem das Unternehmen an der Börse notiert ist. Der geschäftliche Substanzwert weist hingegen auf den „wahren“ Wert des Unternehmens auf Basis seiner Nettoinventarwerte und seines Ertragspotenzials bzw. Kriterien hin, die bei einer vollkommenen Übernahme oder Fusion auf den Handel zutreffen. Gelegentlich gibt der Marktwert (Aktienkurs) den geschäftlichen Substanzwert eines Unternehmens angemessen wieder, aber in der Regel ist er entweder höher oder niedriger. Die aktuelle Flaute des Aktienmarkts hat zur Folge, dass eine zunehmende Anzahl von Unternehmen unter ihrem Substanzwert gehandelt wird und somit mehr Aktien in unser Anlageuniversum fallen und unsere Anlagekriterien erfüllen. Da derzeit weltweit die Stimmung an den meisten Aktienmärkten negativ ist, halten wir dies eindeutig für einen Vorteil.

Im Hinblick auf die Zukunft bleiben viele Fragen unbeantwortet: Die Möglichkeit zusätzlicher schlechter Nachrichten für den Finanzsektor, die Schärfe der US-Rezession und deren Auswirkungen auf die Unternehmensgewinne und das Wirtschaftswachstum rund um die Welt. Ob es sich um eine harte oder weiche Landung handeln wird, bleibt abzuwarten, aber eines ist klar: Der globale Bankensektor muss zuerst wieder auf die Beine kommen, bevor davon die Rede sein kann, ob das Ende des Tunnels in Sicht ist.

Von hoher Ungewissheit geprägte Aktienmärkte sind für keinen ausschließlich langfristigen Anlagestil günstig, der sich positive Renditen zum Ziel macht. In einem derartigen Klima erfordern Anlagen viel Geduld und nach einem Quartal wie dem gerade abgeschlossenen

ist es ratsam, sich an die langfristige Anlagephilosophie des Sparinvest European Value-Fonds zu erinnern.

Beim Blick auf unser derzeitiges Portfolio ist zu erwähnen, dass die Kurse der meisten unserer Bestände im Großen und Ganzen die potenziellen Auswirkungen einer Rezession widerspiegeln. Diese Meinung stützt sich auf die niedrigen durchschnittlichen Bewertungen der Anlagen des Sparinvest European Value Fonds, entweder in Bezug auf das Kurs-Buchwert-Verhältnis oder auf die Ertragsdaten.

Wir streben positive Renditen an und sind somit nicht zufrieden, wenn wir eine Zeitlang negative Renditen hinnehmen müssen. Ferner sind wir nach wie vor von der Leistungsfähigkeit unseres Portfolios und dem begrenzten Risiko eines permanenten Kapitalverlusts des Sparinvest European Value-Fonds überzeugt. Der Rückzug der Märkte stellt nicht die grundlegende Qualität unserer Anlagen in Frage, bei denen wir weiterhin einen erheblichen Aufschwung erwarten und von deren Zukunftspotenzial wir anhaltend überzeugt sind. ■

Mit besten Grüßen

Sparinvest Asset Management

Jens Moestrup Rasmussen  
Lead Portfolio Manager  
9. April 2008

### 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.