



## High Yield Value Bonds

### Inhalt

- Beispiele für Verzerrungen und den Faktor „Value“
- Was wird in den Anleihenkursen eingepreist?
- Entscheidende Kennzahlen

### Fondsdaten

Strategie	Value-Bonds
Risiko	Mittel (5)
ISIN	LU0232765429
Währung	EUR
Auflegungsdatum Fonds	16.11.2005
Fondsmanager	Klaus Blaabjerg
Referenz-Index	Merrill Lynch Global High Yield (EUR Hedged)
Morningstar Kategorie	Anleihen Euro hochverzinslich



Das dritte Quartal 2011 wird uns vermutlich nicht gerade wegen erfreulicher Ergebnisse in Erinnerung bleiben. Schließlich entwickelten sich Value-Titel ebenso unterdurchschnittlich wie die Anlageregion Europa (im Vergleich zu den USA). Aus früheren Konjunkturzyklen wissen wir jedoch, dass der Anlagestil Value immer dann unterdurchschnittlich tendiert, wenn in den Kursen am Markt eine Rezession berücksichtigt wird. Dabei bildet auch dieses Quartal keine Ausnahme. Gleichzeitig entwickelten sich europäische Wertpapiere wegen der Schuldenkrise in Europa unterdurchschnittlich. Für die relative Wertentwicklung des Sparinvest High Yield Value Bonds war dies ein doppelter Rückschlag.

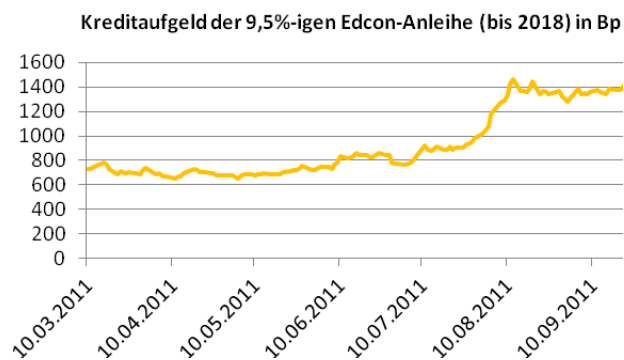
Sparinvest High Yield Value Bonds- und Referenzindex-Renditen in %	Q3 2011	Lfd. Jahr
Sparinvest High Yield Value Bonds	-15,55	-10,75
Merrill Lynch Global High Yield	-7,10	-2,38

Aber nicht so schnell bitte! Denn: Die zugrunde liegenden Unternehmen haben sich doch sehr erfreulich entwickelt. So sind die meisten der von uns gehaltenen Firmen derzeit in einem besseren Zustand als jemals zuvor. Nehmen wir beispielsweise den Energiesektor: Der Preis für Rohöl der Marke Brent lag im letzten Quartal konstant bei über 100 USD pro Barrel und der Erdölsektor hat somit einen hohen Ertrag erbracht. Bohrfirmen konnten höhere Tagessätze berechnen und Ölgesellschaften konnten das Öl zu einem beträchtlich höheren Preis als dem Selbstkostenpreis verkaufen. Unsere beiden größten Positionen im Segment Exploration und Förderung haben zuletzt entweder Vermögenswerte abgestoßen und verfügen nun über beträchtliche Barreserven oder aber sie haben bedeutende neue Vorkommen entdeckt. Das größte Engagement des Sparinvest High Yield Value Bonds in der Firma Ecobat hat sich in der ersten Hälfte dieses Jahres hervorragend entwickelt. Darüber hinaus blickt man bei diesem Unternehmen nach wie vor recht optimistisch in die Zukunft. Trotzdem ist der Kurs dieser

Anleihe zuletzt um 25% gesunken, so dass die Rendite derzeit bei über 20% liegt. Einen solch undifferenzierten Abverkauf von Qualitätsanleihen mitzuerleben, ist zwar nicht leicht, doch es ist unsere Pflicht als Value-Investoren, langfristig zu denken und uns auf die Fundamentaldaten zu konzentrieren, anstatt in Angst und Panik zu verfallen. Unserer Meinung nach ist der Sparinvest High Yield Value Bonds sowohl in absoluten Zahlen als auch im Vergleich zum Markt derzeit hervorragend bewertet.

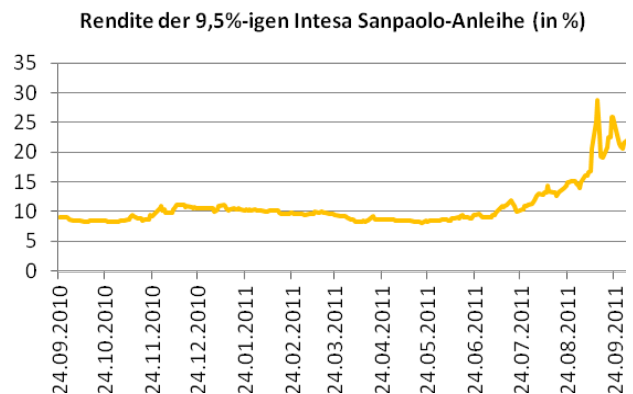
### Beispiele für Verzerrungen und den Faktor „Value“

Bei Edcon handelt es sich um einen der führenden Einzelhändler Südafrikas. Die Risikoprämie der 9,5%-igen Edcon-Anleihe mit einer Laufzeit bis 2018 ist seit Mai dieses Jahres von seinerzeit 7% über dem risikofreien Zins bis heute auf über 14% angestiegen. Die operativen Ergebnisse von Edcon sind jedoch keineswegs schlecht – im Gegenteil, denn die Einnahmen haben sich im Vergleich zum letzten Jahr ebenso verbessert wie die Gewinnmargen. Außerdem scheint sich die Konjunktur Südafrikas momentan recht erfreulich zu entwickeln. Dass die Tendenz der südafrikanischen Wirtschaft absolut in Ordnung ist, spiegelte sich auch in der Entwicklung des nationalen Aktienindex, des TOP40, wider, der im selben Zeitraum nur etwa 4% nachgab. Das ergibt aber doch keinen Sinn! Wenn der breite Aktienmarkt lediglich 4% einbüßt, sollte der Barpreis der 9,5%-igen Edcon-Anleihe (bis 2018) doch nicht gleichzeitig von 95 auf 75 sinken. Offenbar wurden in dem Kurs dieser Anleihe also zu viel Pessimismus und ein zu hohes Ausfallrisiko eingepreist. Und die düstere Stimmung kann nicht einmal unmittelbar mit Europa in Verbindung gebracht werden, weil Edcon ausschließlich in Südafrika tätig ist. Indirekt aber liegt der Grund für diese Fehlbewertung dann vermutlich doch in Europa – schließlich wird die Anleihe von Edcon in den großen Banken in London von den Abteilungen für europäische Hochzinsanleihen gehandelt. Und diese Handelsabteilungen haben maßgeblich zu der Panik, die in diesem Sommer vorherrschte, beigetragen.

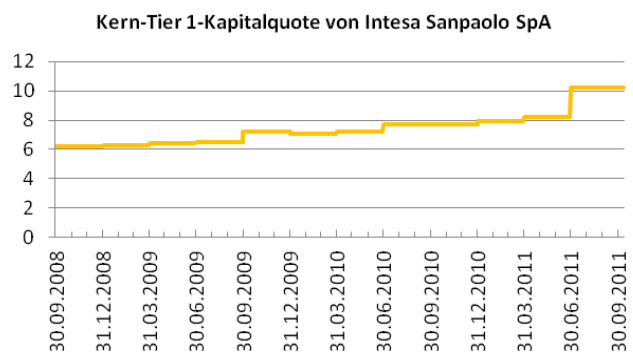


### Intesa Sanpaolo SpA

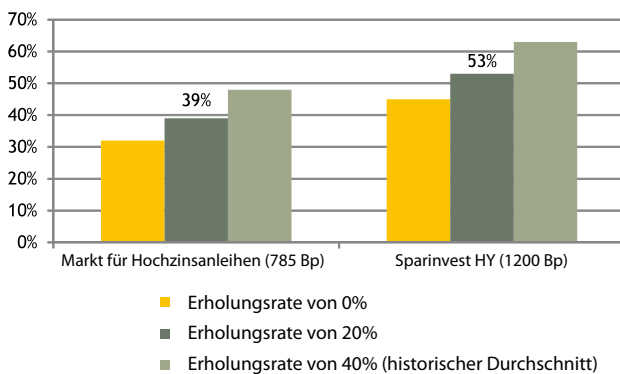
Ein weiteres Beispiel für übertriebene Schwarzseherei ist die 9,5%-ige Anleihe von Intesa Sanpaolo. Der Kurs dieser Anleihe ist nämlich von 105 im Juni auf aktuell 65 gesunken. Bei Intesa Sanpaolo handelt es sich um eine der beiden großen italienischen Banken, die sich dem extremen Auf und Ab, das andere große Bankhäuser zuletzt erlebt haben, bisher aber entziehen konnte. Außerdem wird dieses Institut bereits seit vielen Jahren beständig und konservativ geführt.



Entsprechend ihres konservativen Geschäftsmodells hatte Intesa zu Beginn des Sommers eine Bezugsrechtsemission durchgeführt, um so ihre Kern-Tier 1-Kapitalquote auf 10% und damit auf den höchsten Stand aller Zeiten anzuheben. Darüber hinaus ist Intesa weder in griechischen noch in portugiesischen Staatsanleihen investiert, hält aber italienische Staatspapiere. Wir sehen darin jedoch kein Problem. Schließlich wies das Primärsaldo Italiens stets einen Überschuss auf, bevor die jüngsten Sparmaßnahmen umgesetzt wurden. Italien leidet derzeit jedoch unter einem Mangel an Vertrauen. Dieses Problem könnte durch einen Wechsel im Amt des Premierministers zwar leicht gelöst werden, doch auf absehbare Zeit ist mit einem solchen Schritt wohl nicht zu rechnen.



## Was wird in den Anleihenkursen eingepreist?



Ob ein Portfolio wirklich preiswert ist oder nicht, lässt sich beurteilen, indem man beispielsweise einen Blick auf die Defaults wirft, die der durchschnittlichen Risikoprämie oder der Zinsdifferenz des Portfolios zugrunde liegen. Auf Basis des Benchmark-Portfolios, dessen Risikoprämie momentan 785 Basispunkte (= 7,85%) beträgt, erwartet man bei einer „Kaufen-und-Halten“-Strategie einen Default von 39% des Benchmark-Portfolios (bei einer durchschnittlichen Erholungsrate von 20% während der Restlaufzeit des aktuellen Benchmark-Portfolios). Dabei handelt es sich jedoch um eine sehr pessimistische Zukunftseinschätzung, für die es außerdem an historischen Präzedenzfällen mangelt. Die Prognosen für unseren Fonds sind derzeit sogar noch schlechter: So erwartet man bei einer Erholungsrate von ebenfalls 20%, dass 53% der Positionen unseres Fonds ausfallen werden. Dies wird jedoch nicht geschehen, weil die von uns gehaltenen Unternehmen einen nur sehr geringen Verschuldungsgrad aufweisen. Und sollte wirklich ein Default eintreten, dann ist die Wahrscheinlichkeit groß, dass wir es eher mit einer durchschnittlichen Erholungsrate von 40% zu tun haben werden. Der Grund dafür ist die vergleichsweise niedrige Beleihungsquote unserer Engagements. Geht man für unseren Fonds aber von einer Erholungsrate von 40% aus, so würde dies implizieren, dass (unter der Annahme einer „Kaufen-und-Halten“-Strategie) 63% der Fondspositionen in den nächsten fünf Jahren ausfallen würden. Damit wird der Zustand der Unternehmen, in denen wir investiert sind, aber ebenso viel zu pessimistisch eingeschätzt wie der Markt insgesamt.

## Entscheidende Kennzahlen

Der Fonds ist zuletzt deutlich preiswerter geworden. So liegt die Rendite des Fonds aktuell bei 14,6% im Vergleich zu 9,4% der Benchmark. Damit ist die Renditedifferenz zwischen dem Fonds und dem Referenzindex momentan

so groß wie nie zuvor. Die Duration des Fonds beträgt zurzeit 4,4 Jahre und ist damit etwas höher als die Duration der Benchmark. Derzeit liegt die durchschnittliche Bonitätsqualität des Fonds bei BB-, während der breite Markt derzeit im Durchschnitt mit B+ eingestuft wird. Der Grund dafür ist die Übergewichtung unseres Fonds in Finanztiteln.

### Portfoliokennzahlen - High Yield Value Bonds

	Fonds	Benchmark
Duration	4,41	4,22
Rendite	14,6%	9,4%
Bonitätsqualität	BB-	B+
Zahl der Papiere	69	2655

Im Durchschnitt ist die Marktkapitalisierung des Fonds aktuell höher als die des breiten Marktes, was ebenfalls eine Folge unserer Engagements in europäischen Finanzwerten ist. Was den Anteil von Fremdkapital betrifft, so beträgt das Verhältnis Nettoverschuldung im Vergleich zum Eigenkapital unseres Fonds derzeit 72,63%, während der Marktdurchschnitt bei fast 300% liegt. Schließlich möchten wir auch darauf hinweisen, dass einige sehr preiswerte Unternehmen in unserem Fonds vertreten sind, bei denen es sich zu einem großen Teil eindeutig um Übernahmekandidaten handelt. Angesichts der Struktur des Fonds wäre eine solche Entwicklung jedoch eher vorteilhaft als negativ.

### Portfoliokennzahlen - High Yield Value Bonds

Finanzkennzahlen	Fonds	Benchmark
Marktkapitalisierung (in Mrd. USD)	8.711	3.943
Nettoverschuldungsquote	72,63	292,57
Kurs-Buchwert-Verhältnis	0,69	3,88
Zinsdeckung	3,73	4,05

Klaus Blaabjerg  
Lead Portfolio Manager  
11. Oktober 2011

Lesen Sie auch die „Informationen für Anleger“, in denen unsere Fondsmanager über Marktentwicklungen im letzten Quartal aus der Sicht des Value-Investors berichten.

Sparinvest High Yield Value Bonds erhältliche Anteilsklassen	ISIN
EUR I	LU0258535045
EUR R	LU0232765429
EUR RD	LU0259215183
EUR UKI	LU0258535631
DKK R	LU0239738551
SEK R	LU0611997304



Sparinvest hat die Grundsätze für verantwortungsbewusstes Investment (UN PRI) unterzeichnet und ist Mitglied von Eurosif und Dansif.

Die UN PRI basieren auf sechs Grundsätzen für verantwortungsbewusstes Investment, die auf Initiative einer internationalen Anlegergruppe entwickelt und von der UN protegiert wurden. Das Ziel ist, Investoren dabei zu unterstützen, Umwelt-, Sozial- und Corporate Governance bezogene Themen aktiv bei ihren Anlagen zu berücksichtigen.

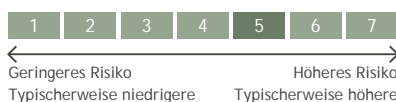
Der angegebene Fonds ist ein Teilfonds von Sparinvest SICAV, einer offenen Investmentgesellschaft luxemburgischen Rechts. Die Zeichnung von Anteilen muss stets auf Grundlage des aktuellsten Verkaufsprospekts und/oder des vereinfachten Verkaufsprospekts sowie des aktuellen Jahresberichts bzw. Halbjahresberichts, sofern dieser aktueller ist, erfolgen. Der Anleger kann sowohl diese Dokumente, als auch die ursprüngliche und jegliche nachfolgend geänderte Satzung der SICAV jederzeit bei Sparinvest oder bei den berechtigten Vertriebsstellen bzw. Repräsentanten 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 in der Schweiz ist: RBC Dexia Investor Services Bank S.A., Esch-sur-Alzette, Zweigniederlassung Zürich, Badenerstrasse 567, Postfach 101, CH-8066 Zürich. Quellen (sofern angegeben): Sparinvest, Morningstar, Standard & Poors, FERI, Telos und Bloomberg zum jeweils angegebenen Datum. Sparinvest behält sich Tippfehler, Berechnungsfehler und andere mögliche Fehler in diesen Unterlagen vor.

## Beschreibung

### Investmentkonzept: Value Anlagen

Der Fonds investiert in weltweit börsennotierte Industrieanleihen, die von börsennotierten und anderen Unternehmen begeben werden. Die Unternehmensanalyse richtet sich nach wertorientierten Grundsätzen, wodurch eine hohe Kreditqualität und in der Folge eine bessere Kapitalerhaltung im Vergleich zum allgemeinen Markt angestrebt werden. Die Auswahl der Anleihen richtet sich ferner nach theoretisch begründeten Grundsätzen unter besonderer Berücksichtigung des Ausfallrisikos, nicht jedoch der potenziellen Rendite.

## Risiken und Erträge



## Fonds-Informationen

ISIN	LU0232765429
Bloomberg	SPAHYVB LX
Aktienklasse	EUR R
Auflegungsdatum Fonds	16.11.2005
Währung	EUR
Fondstyp	(t)
Name der Gesellschaft	Sparinvest S.A.
Domizil	Luxemburg
Auflegung Aktienklasse	16.11.2005
Fondsvolumen (Mio.) - 30.09.2011	460,62 EUR
Manager	Sparinvest Fondsmaeglerselskab A/S
Fondsmanager	Klaus Blaabjerg
Verantwortlich seit	16.11.2005
Ref. Index <sup>1</sup>	Merrill Lynch Global High Yield (EUR Hedged)
Morningstar Kategorie™ <sup>2</sup>	Anleihen EUR hochverzinslich
NIW - 30.09.2011	129,09 EUR
Kauf	2,00 %
Rücknahme	0,00 %
Verwaltungsgebühr	1,25 %
TER - 31.12.2010	1,57 %

## Wertentwicklung - Monatsende, Sep-2011

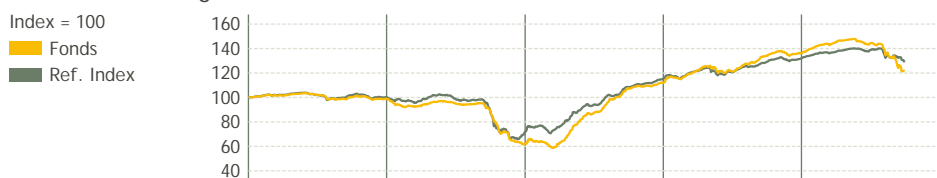
Wertentw...	Fonds	Ref. Index <sup>1</sup>	Unterschied
Ifd. Jahr	-10,75%	-2,38%	-8,37%
1 Monat	-8,27%	-3,87%	-4,40%
3 Monate	-15,55%	-7,10%	-8,44%
1 Jahr	-9,21%	-0,15%	-9,06%
3 Jahre p.a.	10,83%	12,81%	-1,97%
5 Jahre p.a.	4,73%	5,94%	-1,22%
10 Jahre ...	-	8,25%	-

## Risiko 3 Jahre - Monatsende, Sep-2011

Risiko	Fonds	Ref. Index <sup>1</sup>	Morningstar <sup>2</sup>
Volatilität	22,03%	17,10%	16,23%
Sharpe R.	0,52	-	0,50
Info Ratio	-0,09	-	-

Morningstar Rating™ **★★★★★**

## Preisentwicklung - 30.09.2011

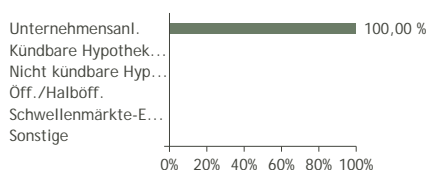


Wertentwicklung	2007	2008	2009	2010	09-2011
Fonds	-1,09%	-37,12%	80,21%	21,79%	-10,75%
Ref. Index	0,39%	-28,55%	60,71%	14,51%	-2,38%
Morningstar Kategorie™	-1,78%	-29,88%	53,80%	13,22%	-5,41%

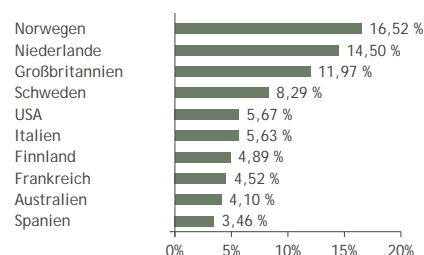
## Vermögensaufteilung (%)

Positionen	Aktien	Anleihen	Sonstige	Liquidität
71	0,0%	100,0%	0,0%	0,0%

## Anleiheart



## Top 10 Länder



## Portfolio (Top 10) - 30.09.2011

Name	Anleiheart	Typ	Land	Gewicht...
Boats Inv. 11% 07-31.3.17 /Pik	Unternehmensanleihen	Anleihen	Niederlande	5,34%
Noreco 12.9% 09-20.11.14	Unternehmensanleihen	Anleihen	Norwegen	4,92%
Pa Res 12.25% 11-05.04.16	Unternehmensanleihen	Anleihen	Schweden	4,85%
Santos Fin8.25%(Frn)10-22.9.70	Unternehmensanleihen	Anleihen	Australien	4,10%
Ocean Rig UdW 9.5% 11-27.4.16	Unternehmensanleihen	Anleihen	USA	3,48%
Bbva Intl Frn 09-Perp	Unternehmensanleihen	Anleihen	Spanien	3,46%
Fuerst Cap Frn 09-Perp	Unternehmensanleihen	Anleihen	Deutschland	3,28%
Srlev Nv 9% 11-15.4.41	Unternehmensanleihen	Anleihen	Niederlande	3,16%
Intesa San 9.5%(Frn) 10-Perp	Unternehmensanleihen	Anleihen	Italien	3,14%
Edcon Holdings 9.5% 1.3.2018	Unternehmensanleihen	Anleihen	Südafrika	3,06%

## Bonität

AAA	AA	A	BBB	BB	B und niedri...	Nicht graded	effektive Duration
0,0%	0,0%	0,0%	20,3%	20,2%	24,0%	35,4%	5,5

## Anmerkungen:

Der angegebene Fonds ist Teilfonds von Sparinvest SICAV, einer offenen Investmentgesellschaft luxemburgischen Rechts.

## Ref. Index Kommentar

-