



## High Yield Value Bonds

### Inhalt

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

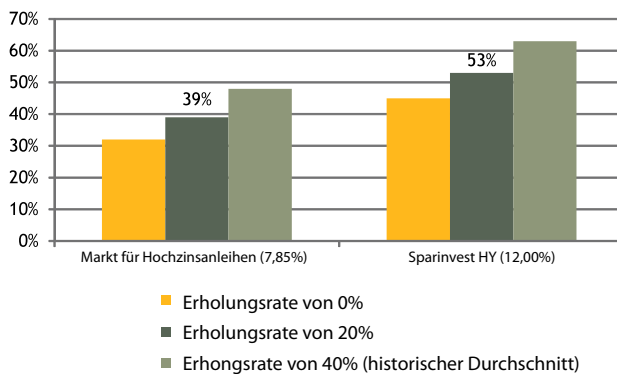
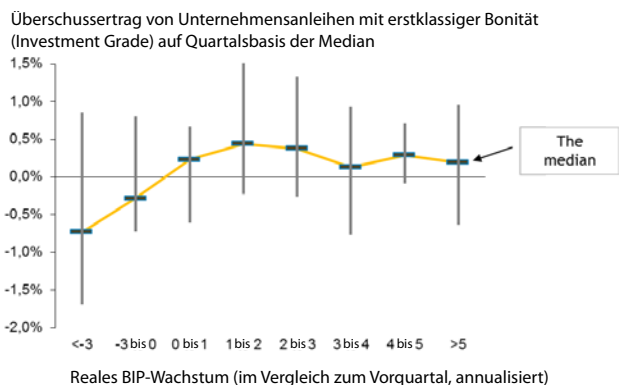
### Fondsdaten

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 vierte Quartal 2011 war im Hinblick auf die relative Wertentwicklung eine schwierige Phase. Der Anlagestil Value hatte nach wie vor mit Problemen zu kämpfen. Gleiches galt auch für die Anlageregion Europa im Vergleich zu den USA. Wie wir aber bereits aus früheren Unternehmenszyklen wissen, tendiert der Anlagestil Value in der Regel unterdurchschnittlich, wenn in den Kursen am Markt eine mögliche Rezession berücksichtigt wird. Und genauso war es auch diesmal. Europäische Papiere entwickelten sich weiterhin schwächer als der US-Markt und die übrigen Anlageregionen weltweit. Der Grund dafür war die Schuldenkrise in Europa. Unserer Meinung nach wird es auch im ersten Halbjahr 2012 zu Wertschwankungen kommen. Allerdings erwarten wir auch, dass 2012 ein Jahr werden wird, in dem Hochzinsanleihen gegenüber mit AAA eingestuften Staatsanleihen solide Überschusserträge generieren werden. Vor diesem Hintergrund möchten wir darauf hinweisen, dass ein lediglich „mäßiges“ Wachstum nicht zwangsläufig ein Hinderungsgrund für Überschusserträge im Kreditsektor ist. Die nachfolgende Grafik illustriert, dass Unternehmensanleihen mit erstklassiger Bonität (Investment Grade) seit 1948 in Phasen eines lediglich moderaten Wachstums (also bei einem BIP-Wachstum zwischen 1% und 2%) stets die höchsten Überschusserträge generiert haben. Dies ist darauf zurückzuführen, dass Unternehmen in Zeiten eines „mäßigen“ Wachstums umsichtig agieren – d.h. sie „verausgaben“ sich nicht, sondern konzentrieren sich stattdessen tendenziell auf den Abbau von Verbindlichkeiten.

Sparinvest High Yield Value Bonds- und Referenzindex-Renditen in %	Q4 2011	Lfd. Jahr
Sparinvest High Yield Value Bonds	-0,09	-10,83
Merrill Lynch Global High Yield	5,61	3,10



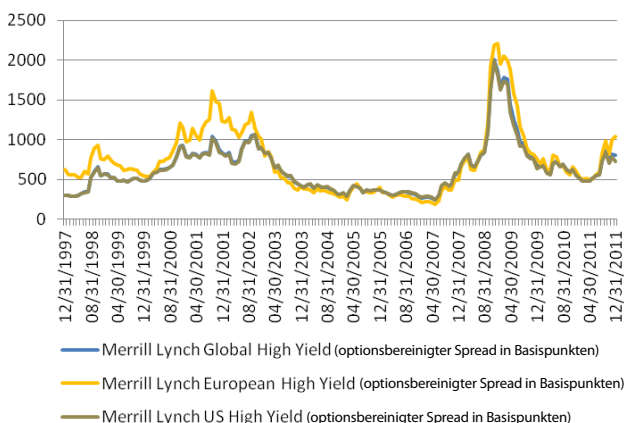
## Was wird in den Anleihenkursen eingepreist?

Ob ein Portfolio wirklich preiswert ist oder nicht, lässt sich beurteilen, indem man beispielsweise einen Blick auf die Zahl der Defaults wirft, die in der durchschnittlichen Risikoprämie bzw. der Zinsdifferenz des Portfolios berücksichtigt werden.

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 derweil 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.

## Beispiele für Verzerrungen und den Faktor „Value“

Wie bereits erläutert, hat sich der Sparinvest High Yield Value Bonds im zweiten Halbjahr 2011 schwächer als sein Referenzindex entwickelt. Der Grund dafür war eine Ausweitung der Zinsdifferenzen (also des optionsbereinigten Spreads berechnet in Basispunkten) zwischen US-amerikanischen und europäischen Hochzinsanleihen. Das durchschnittliche Bonitätsrating des europäischen Marktes für Hochzinsanleihen liegt derzeit bei BB-, während US-Hochzinsanleihen im Durchschnitt mit B+ eingestuft sind. Deshalb sind die vergleichsweise höheren Spreads von europäischen Hochzinsanleihen in Wirklichkeit höher als dies aus der nachfolgenden Grafik hervorgeht.



Bei diesen Zusatz-Spreads handelt es sich vorrangig um eine Risikoprämie für das „systemische“ Risiko, das aus dem Wunsch des Marktes resultiert, alles zu meiden, was auch nur ansatzweise mit Europa zu tun hat. Der Auslöser dafür ist die Angst vor einem Zusammenbruch des EUR infolge der europäischen Staatsschuldenkrise. So gibt es eine Vielzahl von Beispielen, auf welche Art und Weise Marktteilnehmer ein Engagement im EUR „um jeden Preis“ verhindern wollen. Ein Exempel aus der realen Welt zeigt etwa der nachfolgende Screenshot von Bloomberg.

**USER PROFILE** **WIND UPDATE -**

**IB**

7 <sup>3</sup> / <sub>8</sub>	€87 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> / 88 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>
7 <sup>1</sup> / <sub>4</sub>	\$92/93
11 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>	€83 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> / 84 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>
11 <sup>3</sup> / <sub>4</sub>	\$91 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> / 92 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>
12 <sup>1</sup> / <sub>4</sub>	€69 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> / 71 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>
12 <sup>1</sup> / <sub>4</sub>	\$69/71
5yr	+23 <sup>1</sup> / <sub>2</sub> / 25 <sup>1</sup> / <sub>2</sub>

Dieser Screenshot (der am 12.01.2012 aus dem Bloomberg-System dokumentiert wurde) zeigt, dass die Wind 11,75%-Anleihe in EUR ganze 8 Punkte unter der 11,75%-igen USD-Anleihe von Wind gehandelt wird. Der einzige Unterschied dabei ist die Währung. Diese Differenz ist äußerst irrational und bietet sogar eine Arbitrage-Chance. So sollten Anleger in die Wind 11,75%-Anleihe in EUR investieren und das EUR-Engagement im USD absichern, falls sie das Risiko einer EUR-Position umgehen möchten.

### Portfoliostruktur

Der Sparinvest High Yield Value Bonds ist in Ländern außerhalb der USA zurzeit stark übergewichtet. Der Grund dafür ist das „sehr“ teure Bewertungsniveau von US-Papieren im Vergleich zu den übrigen Märkten weltweit.

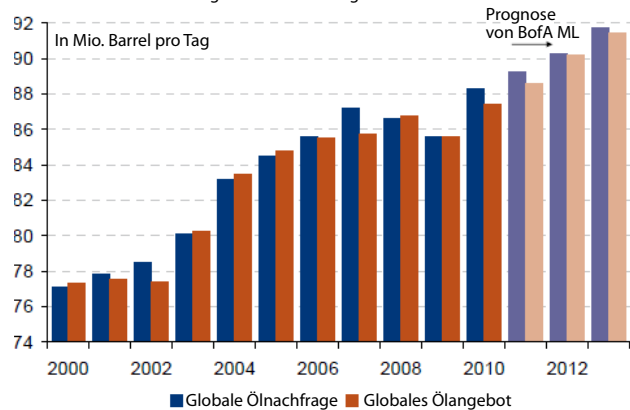
Länder	Fonds (in %)	Benchmark (in %)
Großbritannien	14%	4%
Niederlande	12%	2%
Norwegen	12%	0%
Schweden	7%	0%
Luxemburg	7%	1%
Frankreich	6%	3%
Cayman-Inseln	5%	0%
Italien	4%	2%
Kanada	4%	1%
Finnland	3%	0%
Südafrika	3%	0%
Australien	3%	0%
Andere	19%	86%

Auf Branchenebene hält der Sparinvest High Yield Value Bonds derzeit Übergewichtungen in den Sektoren Energie, Finanzen und Grundstoffe.

Branchen	Fonds (in %)	Benchmark (in %)
Finanzen	34%	15%
Energie	33%	10%
Grundstoffe	9%	5%
Konsumgüter, zyklisch	5%	14%
Kommunikation	5%	13%
Industrie	3%	10%
Technologie	3%	3%
Mischkonzerne	0%	1%
Verbrauchsgüter, nicht-zyklisch	2%	25%
Andere	6%	4%

Das zugrunde liegende Risiko für ein Engagement im Energiesektor ist die Tendenz des Ölpreises. Momentan wird der Ölpreis durch ein im Vergleich zur Nachfrage chronisch knappes Angebot gestützt. Natürlich kann sich dies in Zukunft jedoch ändern, weil „neue Ressourcen“ oder alternative Energie an den Markt kommen. Kurzfristig könnte der Ölpreis aber auch unter einen Aufwärtsdruck geraten, falls sich der Konflikt mit dem Iran zuspitzt. Dabei muss man sich vor Augen halten, dass auch Anleihen von Energiekonzernen eine Endfälligkeit aufweisen, so dass die Restlaufzeit in der Regel zwischen drei und fünf Jahren liegt. **Und in den nächsten drei bis fünf Jahren wird man keinen Ersatz für Öl finden!**

Globales Verhältnis von Angebot und Nachfrage bei Öl

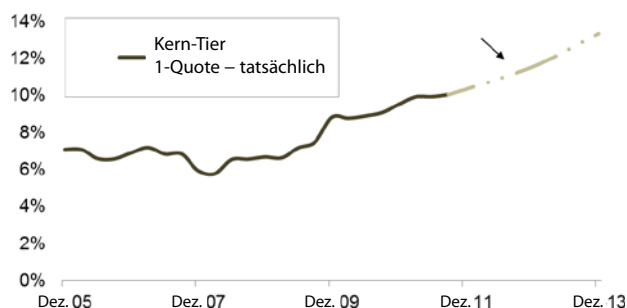


Quellen: IEA, BofA Merrill Lynch Global Commodities Research

Derweil „profitiert“ der Finanzsektor von der Liquidität, die von der EZB in Form des LTRO-Programms und mittels anderer außerordentlicher Maßnahmen zur Verfügung gestellt wird. Die EZB hatte zuletzt nämlich deutlich gemacht, dass sie es nicht zulassen wird, dass systemrelevante Banken nur wegen eines Mangels an Liquidität zusammenbrechen. Was die Solvenz betrifft, so bauen die Banken derzeit ihre Positionen in Risikopapieren wie etwa Aktien ab. Gleichzeitig erwerben sie Tier 1-Anleihen unter Nennwert zurück, um so ihre Kernkapitalquoten zu steigern. Dieser Trend wird auf absehbare Zeit anhalten,

obwohl der Abbau von Risikopositionen im zweiten Halbjahr 2012 nachlassen könnte. Schließlich haben die Banken der EBA bereits bewiesen, dass sie mit ihren Kernkapitalquoten die Schwelle von 9% erreicht haben.

iTraxx SenFin - Banken



Im Hinblick auf die Bonitätsqualität sind wir in Unternehmensanleihen, die entweder über einen 100%-igen Investment Grade verfügen oder zumindest von einer der Ratingagenturen mit Investment Grade eingestuft werden, Übergewichtet. Diese Rating-Struktur ist eine Folge unserer Ausrichtung auf den Finanzsektor.

Ratings	Fonds (in %)	Benchmark (in %)
Crossover-Papiere	18,3%	1,5%
Hochzinsanleihen	78,7%	97,3%
BB+	5,7%	14,7%
BB	14,9%	14,1%
BB-	7,9%	12,2%
B+	2,2%	15,3%
B	22,6%	13,3%
B-	15,7%	12,4%
CCC und darunter	9,6%	15,4%
Nicht eingestuft	0,0%	1,2%

## Entscheidende Kennzahlen

Der Fonds ist sowohl in absoluten Zahlen als auch im relativen Vergleich momentan sehr preiswert. So liegt die Rendite des Fonds aktuell bei 15,3% im Vergleich zu 8,7% der Benchmark. Damit ist die Renditedifferenz zwischen dem Fonds und dem Referenzindex momentan so groß wie nie zuvor. Die Duration des Fonds beträgt zurzeit 3,71 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.

## Portfoliokennzahlen – High Yield Value Bonds

	Fonds	Benchmark
Duration	3,71	3,84
Rendite	15,3%	8,7%
Bonitätsqualität	BB-	B+
Zahl der Papiere	69	2659

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 ist das Verhältnis Nettoverschuldung im Vergleich zum Eigenkapital unseres Fonds mit 110,2% derzeit äußerst niedrig, während der Marktdurchschnitt bei fast 321,2% 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.

## Portfoliokennzahlen – High Yield Value Bonds

Finanzkennzahlen	Fonds	Benchmark
Marktkapitalisierung (in Mrd. USD)	8.201	4.560
Nettoverschuldungsquote	110,20	321,20
Kurs-Buchwert-Verhältnis	0,61	2,90
Zinsdeckung	3,57	5,87

**Klaus Blaabjerg**  
Lead Portfolio Manager  
11. Januar 2012

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.) - 31.12.2011	426,40 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 - 30.12.2011	128,97 EUR
Kauf	2,00 %
Rücknahme	0,00 %
Verwaltungsgebühr	1,25 %
TER - 31.12.2010	1,57 %

### Anmerkungen

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

## Wertentwicklung - Monatsende, Dez-2011

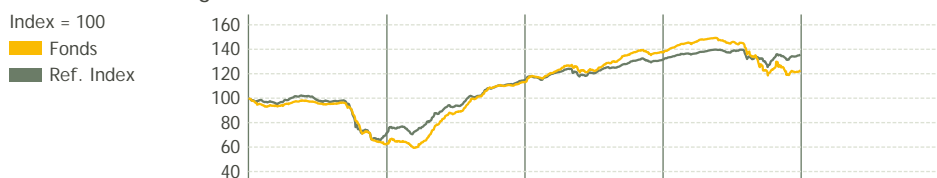
Wertentw...	Fonds	Ref. Index <sup>1</sup>	Unterschied
Ifd. Jahr	-10,83%	3,10%	-13,93%
1 Monat	3,10%	2,56%	0,54%
3 Monate	-0,09%	5,61%	-5,71%
1 Jahr	-10,83%	3,10%	-13,93%
3 Jahre p.a.	25,08%	23,80%	1,29%
5 Jahre p.a.	4,01%	6,36%	-2,35%
10 Jahre ...	-	8,12%	-

## Risiko 3 Jahre - Monatsende, Dez-2011

Risiko	Fonds	Ref. Index <sup>1</sup>	Morningstar <sup>2</sup>
Volatilität	17,54%	11,65%	11,60%
Sharpe R.	1,31	-	1,52
Info Ratio	0,22	-	-

Morningstar Rating <sup>TM</sup> ★★★★★

## Preisentwicklung - 31.12.2011

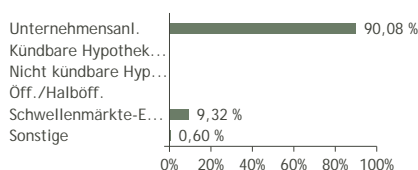


Wertentwicklung	2008	2009	2010	2011	-
Fonds	-37,12%	80,21%	21,79%	-10,83%	-
Ref. Index	-28,55%	60,71%	14,51%	3,10%	-
Morningstar Kategorie <sup>TM</sup>	-29,88%	53,80%	13,22%	-1,08%	-

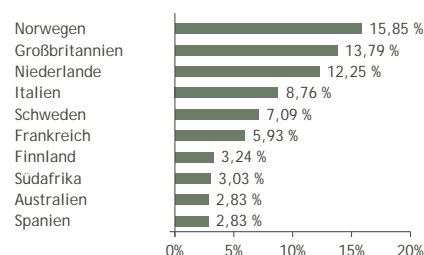
## Vermögensaufteilung (%)

Positionen	Aktien	Anleihen	Sonstige	Liquidität
70	0,0%	90,7%	0,0%	9,3%

## Anleiheart



## Top 10 Länder



## Portfolio (Top 10) - 30.12.2011

Name	Anleiheart	Typ	Land	Gewicht...
Noreco 12.9% 09-20.11.14	Unternehmensanleihen	Anleihen	Norwegen	4,40%
Pa Res 12.25% 11-05.04.16	Unternehmensanleihen	Anleihen	Schweden	4,23%
Boats Inv. 11% 07-31.3.17 /Pik	Unternehmensanleihen	Anleihen	Niederlande	4,10%
Srlev Nv 9% 11-15.4.41	Unternehmensanleihen	Anleihen	Niederlande	3,63%
Intesa San 9.5%(Frn) 10-Perp	Unternehmensanleihen	Anleihen	Italien	3,52%
Sns 11.25% 09-Perp	Unternehmensanleihen	Anleihen	Niederlande	3,04%
Ccbp 9.25% 09-Perp	Unternehmensanleihen	Anleihen	Frankreich	2,98%
RI Fin.Bds 6.125%(Frn)05-.Per	Unternehmensanleihen	Anleihen	Großbritannien	2,92%
Santos Fin8.25%(Frn)10-22.9.70	Unternehmensanleihen	Anleihen	Australien	2,83%
Bbva Intl Frn 09-Perp	Unternehmensanleihen	Anleihen	Spanien	2,83%

## Bonität

AAA	AA	A	BBB	BB	B und niedri...	Nicht graded	effektive Duration
0,0%	0,0%	0,0%	20,4%	23,7%	54,2%	1,7%	3,6

## Ref. Index Kommentar

-