

## High Yield Value Bonds

Informationen für Anleger

**Q3/06**

### Allgemeine Markttrends

**Höchste Bonitätseinstufungen schnitten im dritten Quartal am besten ab**

### Sehr geehrte Anlegerin, sehr geehrter Anleger,

Im dritten Quartal verzeichneten die Finanzmärkte einen positiven Trend. Ursache dafür war, dass die Erwartungen weiterer Renditesteigerungen in den USA aufgrund von Anzeichen einer leichten wirtschaftlichen Abschwächung dramatisch zurückgeschraubt wurden. Die höchsten Renditen erzielten die Anleihen von Wachstumsmärkten und internationale Aktien, die am empfindlichsten auf eine Verschärfung der amerikanischen Geld- und Kreditpolitik reagieren.

Am Markt für Industrieschuldverschreibungen setzten sich Anleihen mit einer Bonitätseinstufung BB durch. Doch für das laufende Jahr schneiden die am niedrigsten eingestuften Industrieschuldverschreibungen (mit B und CCC eingestufte Anleihen) unter Führung der beiden Automobilhersteller GM und Ford am besten ab. Eine Erklärung für die hohen Renditen von Anleihen der beiden angeschlagenen Unternehmen ist trotz rückläufiger Umsatzzahlen die mögliche Fusion mit dem französischen Unternehmen Renault, das bedeutend höhere Aktiva und eine höhere Bonitätseinstufung aufweist. In den neuesten Nachrichten gab es jedoch keinen Hinweis auf eine bevorstehende Fusion.

#### Wertentwicklung - Ausgewählte Märkte

In Landeswährung	Q3 2006	2006	2005
Merrill Lynch Global High Yield	3,42%	5,64%	5,84%
Merrill Lynch Global High Yield BB	4,13%	6,22%	6,40%
Merrill Lynch Global High Yield B	3,88%	7,33%	8,80%
Merrill Lynch Global High Yield CCC	3,68%	10,86%	10,84%
Merrill Lynch Global Investment Grade	3,40%	1,83%	2,21%
JP Morgan Emerging Markets	6,55%	5,82%	7,81%
JP Morgan Europe Govt. Bonds	3,18%	0,46%	0,35%
JP Morgan Global Govt. Bonds	2,87%	0,75%	1,06%
MSCI World	4,99%	7,99%	12,77%

Der High-Yield-Markt wurde weiterhin durch kräftige Hintergrunddaten gestützt. Dies kam in einer historisch niedrigen Zahl von Konkursanmeldungen zum Ausdruck. Wir erwarten, dass die positive Grundstimmung und die niedrige Zahl von Konkursen bis weit in das Jahr 2007 anhält, auch wenn sich das internationale Wirtschaftswachstum etwas abschwächen sollte. ■

### Wertentwicklung des Portfolios

Im dritten Quartal erzielte der Fonds eine Rendite von 2,28%. Im Vergleich dazu erbrachte der Referenzindex, Merrill Lynch Global High Yield, eine Rendite von 3,42%.

#### Wertentwicklung - Fonds vs. Referenzindex

	Q3 2006	2006	2005
<b>Sparinvest High Yield Value Bonds</b>	<b>2,28%</b>	<b>1,77%</b>	-
Referenzindex (in EUR abgesichert)	3,42%	5,64%	5,84%
Referenzindex mit Nebenbedingungen (in EUR abgesichert)	3,13%	4,62%	5,05%

## High Yield Value Bonds Informationen für Anleger

### Wertenwicklung beeinträchtigt durch Betrug in einem der Unternehmen des Portfolios

Die negative Entwicklung des Fonds im dritten Quartal gegenüber dem Referenzindex ist hauptsächlich auf einen Betrugsfall in einer der Investitionen des Fonds zurückzuführen.

Das Unternehmen, Ocean Grand Ltd. (Hongkong), das Aluminium herstellt, wurde Opfer eines betriebsinternen Betrugsfalls. Der Fall wurde am 11. Juli bekannt, als das Unternehmen eine Pressemitteilung veröffentlichte, wonach ein Mitarbeiter der Revisionsabteilung in einer Tochtergesellschaft des Unternehmens mit 1 Mio. USD verschwunden war. Obwohl dies zunächst als ein einmaliger Vorgang aufgefasst wurde, fiel die Aktie um 20% und wurde vom Handel ausgeschlossen. Auch die Industrieschuldverschreibungen des Unternehmens fielen drastisch - von etwa dem Nennwert auf 75.

Bei der anschließenden Revision ergab sich, dass das Ausmaß des Betrugs sehr viel größer war. So waren die gesamten liquiden Mittel des Unternehmens in Höhe von etwa 110 Mio. USD zusammen mit einigen Schlüsselpersonen aus mehreren Tochtergesellschaften verschwunden. Diese Nachricht wurde am Dienstag, dem 25. Juli bekannt gegeben, worauf das Unternehmen auf D herabgestuft wurde. Sparinvest hatte volles Vertrauen in die gemeldeten Schlüsselzahlen des Unternehmens, die der konservativen Strategie des Fonds zur Auswahl von Unternehmen mit einem relativ niedrigen Verschuldungsgrad in Bezug auf die Gesamtkapitalausstattung vollständig entsprachen.

ING, eine der größten Banken in den Niederlanden und in Europa, organisierte eine Gruppe großer Anleihegläubiger, um bei den Verhandlungen mit den Liquidatoren von Ocean Grand eine möglichst starke Position einzunehmen. ING und die Gruppe der Rentenanleger entschieden sich für die Vertretung durch die britische Anwaltskanzlei Cadwalader. Auch Sparinvest entschied sich für die Vertretung durch Cadwalader. Der Fall wird weiter bearbeitet, und die Hongkonger Behörden arbeiten darauf hin, die Schuldigen vor Gericht zu bringen. Es besteht noch eine Chance, dass die gestohlenen Gelder beschlagnahmt werden können und wir einen Teil unserer Kapitalanlage zurückerhalten. Wie groß die Chance ist, lässt sich schwer abschätzen. Allerdings hat sich der Fonds bei der Kursfestsetzung der Ocean Grand-Anleihen für eine konservative Methode entschieden. Beim Kurs von 10 fällt jeder weitere Verlust minimal aus.

Gegen Verbrechen wie den Fall Ocean Grand kann sich ein Kapitalanleger unmöglich schützen. Die wirksamste Maßnahme, die er gegen Betrug auf Unternehmensebene treffen kann, ist die Beibehaltung eines diversifizierten Portfolios - weshalb unser Fonds in 100 verschiedene Unternehmen investiert ist.

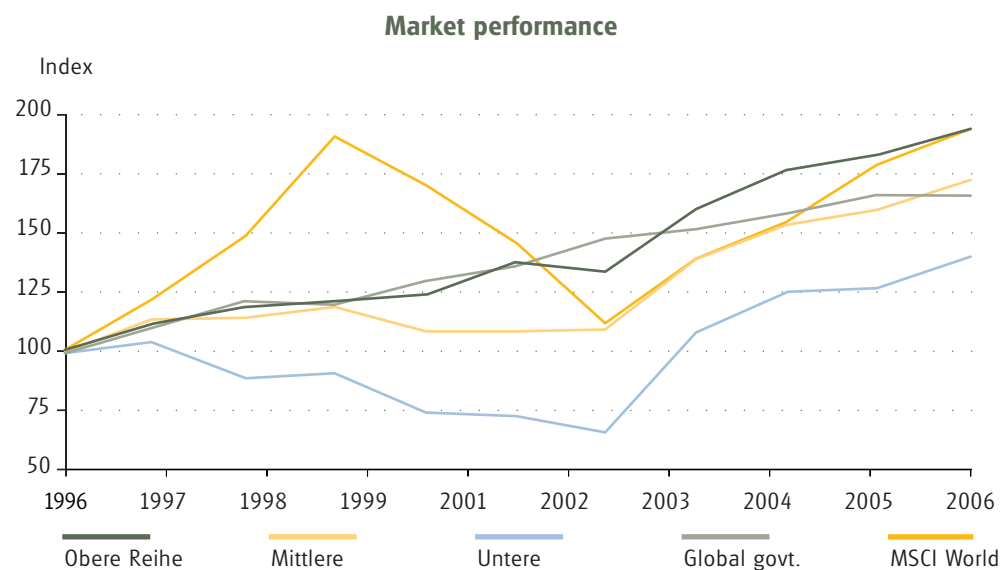
Für das laufende Jahr wird die relative Rendite des Fonds durch seine eigene Entscheidung gegen eine Anlage in die mit CCC am niedrigsten eingestuften Unternehmen GM und Ford beeinträchtigt. Langfristig sind wir davon überzeugt, dass unsere Strategie der Auswahl von Unternehmen mit einer Bonitätseinstufung in der „oberen Kategorie“ und mit – gemessen am Verschuldungsgrad – relativ niedrigem Risiko die attraktivsten risikobereinigten Renditen erbringen wird. Diese Auffassung wird durch unten stehende Abbildung gestützt, aus der die Entwicklung der verschiedenen Vermögenskategorien in den letzten zehn Jahren hervorgeht.

Die Abbildung zeigt, dass eine Kapitalanlage in Höhe von 100 DKK in der „oberen Kategorie“ (dazu zählen Unternehmen mit einer Bonitätseinstufung BB) und im MSCI World in der dargestellten Periode die höchsten Renditen erbracht haben - für diese beiden Vermögenskategorien stieg die Kapitalanlage seit 1996 auf fast 200 DKK. In Bezug auf risikobereinigte Renditen in der Periode schnitten Industrieschuldverschreibungen in der

### Weiterhin starker Fokus auf Unternehmen mit hoher Bonitätseinstufung am High-Yield-Markt

## High Yield Value Bonds Informationen für Anleger

oberen Kategorie besser ab als internationale Aktien, da die Entwicklung des Gesamtvermögens in dieser Kategorie weniger volatil ausfiel. Aus der Abbildung geht ferner hervor, dass die „untere Kategorie“ (dazu zählen Unternehmen mit einer Bonitätseinstufung im unteren Bereich - CCC ) langfristig am schlechtesten abschnitten. Dies ist darauf zurückzuführen, dass Kapitalanleger langfristig nicht ausreichend dafür entschädigt werden, dass sie Industrieschuldverschreibungen mit einem höheren Risiko kaufen. Unser Fonds konzentriert sich auf Unternehmen mit der höchsten Bonitätseinstufung am High-Yield-Markt.



### Statistische Daten zum Portfolio

Trotz einer höheren durchschnittlichen Einstufung der Anlagen des Fonds - BB für den Fonds gegenüber BB- für den Referenzindex - weist der Fonds eine höhere Rendite als der Referenzindex auf. Diese leicht höhere Rendite erklärt sich teilweise durch die höhere Zinsempfindlichkeit des Fonds als der des Referenzindex. Ein weiterer wichtiger Grund liegt darin, dass der Fonds unter Einsatz von wertorientierten Parametern investiert - d. h. in kleinere, preiswerter bewertete Unternehmen.

Portfoliokennzahlen - High Yield Value Bonds		
	Fonds	Referenzindex
Dauer	5,29	4,49
Rendite	8,1%	8,0%
Einstufung	BB	BB-
Anzahl Anleihen	100	2058

### Gemessen an Schlüsselzahlen bleibt das Portfolio wirtschaftlich

Neben den Bonitätseinstufungen zeigen auch die grundlegenden finanziellen Schlüsselzahlen, dass sich der Fonds generell auf solidere Unternehmen konzentriert als dies beim Referenzindex der Fall ist. Aus unten stehender Tabelle geht hervor, dass die Unternehmen des Fonds durchschnittlich ein Verhältnis von Nettoverschuldung zu Eigenkapital (NDE) in Höhe von 70,96% aufweisen - im Referenzindex sind es 348,88%. Unter Berücksichtigung der Zinsdeckung (Verhältnis von Gewinn zu Zinsaufwand) ergibt sich, dass die Unternehmen des Fonds durchschnittlich einen Gewinn aufweisen, der 4,18-mal höher ausfällt als ihr Zinsaufwand. Für die Unternehmen des Referenzindex sind es lediglich 2,43. Die Bonitätseinstufung (NDE) und die Fähigkeit des Unternehmens, seine Schulden zu bedienen, lassen deshalb eindeutig erkennen, dass die Unternehmen des Fonds (durchschnittlich)

## High Yield Value Bonds Informationen für Anleger

solider sind. Wie ferner aus oben stehender Tabelle hervorgeht, weist der Fonds eine höhere Rendite auf als der Referenzindex. Somit lässt sich sagen, dass der Fonds längerfristig eine höhere erwartete Rendite als der Referenzindex und gleichzeitig ein niedrigeres Niveau des geschätzten Risikos (eines Konkurses) aufweist. Möglich wird dies dadurch, dass der Fonds wertorientierte Parameter einsetzt.

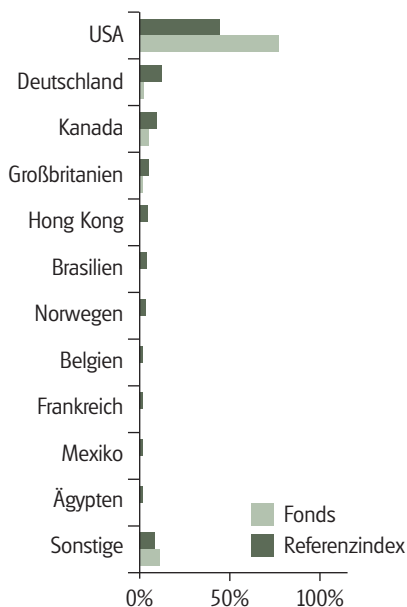
Normalerweise investiert der Fonds in kleine Unternehmen, die gemessen an ihrem Verhältnis von Kurs zu Eigenkapital (Kurs-Buchwert-Verhältnis, P/B) preiswerter bewertet werden und die einen niedrigeren Verschuldungsgrad (NDE) aufweisen. Das Risiko von Verlusten dürfte daher – unter ansonsten gleich bleibenden Bedingungen – niedriger ausfallen als bei einer breit gestreuten Anlage am High-Yield-Rentenmarkt.

Portfoliokennzahlen - High Yield Value Bonds		
Finanzwerte	Fonds	Referenzindex
Börsenkapitalisierung (Mrd. \$)	3,695	6,370
NDE	70,96	348,88
P/B	1,62	3,89
Zinsdeckung	4,18	2,43

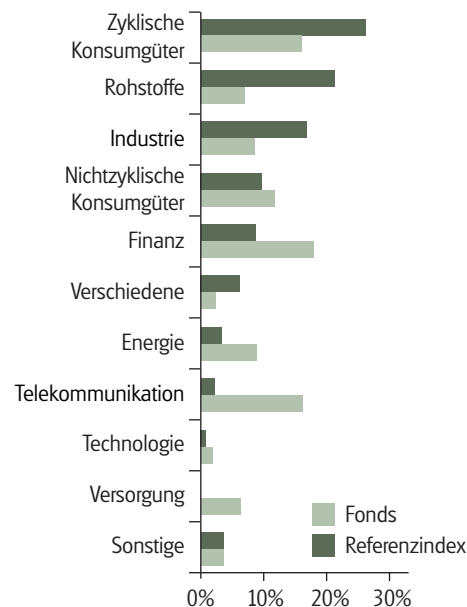
Die Strukturierung des Fonds nach Ländern und Sektoren geht aus den nachfolgenden Abbildungen hervor. Ähnlich wie unser Fonds Value Aktier weist der Fonds eine hohe Untergewichtung bei amerikanischen Anleihen und eine Übergewichtung bei deutschen Anleihen auf. Im Rohstoffsektor ist der Fonds relativ hoch engagiert - insbesondere in der Stahlindustrie, wo er eine hohe Investition bei dem britischen Unternehmen Corus tätigte, das in vielerlei Hinsicht ein attraktiver Kandidat für ein Übernahmeangebot ist.

Im Gegensatz zum Referenzindex tätigte der Fonds im Telekommunikationssektor wegen des hohen Verschuldungsgrades von Unternehmen dieses Wirtschaftszweiges nur wenige Investitionen.

### Geografische Aufteilung



### Branchenaufteilung



## High Yield Value Bonds Informationen für Anleger

### Japanische Industrieschuldverschreibungen bleiben sehr teuer

Im Vergleich zu unserem Fonds Value Aktier ist der Fonds bei japanischen Unternehmen nicht engagiert. Das hängt damit zusammen, dass japanische Industrieschuldverschreibungen immer noch sehr teuer sind.

Die größte Position des Fonds ist das deutsche Unternehmen Linde AG, das nach dem Erwerb des britischen Unternehmens BOC zu den absoluten Weltmarktführern bei Industriegasen gehört. Auf Linde folgt der europäische Chemie- und Raffineriekonzern Ineos. Zu den zehn größten Positionen des Fonds gehört jetzt das Unternehmen Landry's Restaurants. Aus wertorientierter Sicht ist bei den beiden Restaurantketten Landry's und O'Charley's attraktiv, dass sie nicht nur gut geführte Unternehmen mit stabilen Gewinnen sind, sondern auch Immobilien besitzen. So sind die Immobilienwerte der beiden Unternehmen grundsätzlich hoch genug, um ihre Schulden abzudecken. Dadurch erhöht sich die Sicherheit unserer Kapitalanlagen. ■

Größte Positionen - High Yield Value Bonds			
Unternehmen	Land	Sektor	Anteil
Linde Fin. 7,375% (Tv) 06-14.7.66	Niederlande	Grundstoffe	4,0%
Ineos Group 7,875% 06-16 Reg.	Großbritannien	Grundstoffe	2,8%
Agco 6,875% 04-15.4.14	USA	Industriewerte	2,6%
Hornbach Bau 6,125% 04-14 Regs	Deutschland	Gebrauchsgüter	2,6%
Corus 7,5% 04-1.10.11 Senior	Großbritannien	Grundstoffe	2,5%
Solvay Fin. 6,375% 06-2.6.2104	Niederlande	Grundstoffe	2,3%
O Charleys 9% 04-01.11.13	USA	Gebrauchsgüter	2,2%
Aker 8% 05-2.03.12	Norwegen	Energie	2,1%
Fresenius Fin. 5,5% 06-16 Reg.S	Niederlande	Gesundheitswesen	2,0%
Landry S Rest. 7,5% 04-15.12.14	USA	Gebrauchsgüter	1,9%

### Transaktionen im Portfolio

Im dritten Quartal tätigten wir mehrere Neukäufe, und wir verkauften Positionen in den Fällen, in denen unsere Erwartungen erfüllt wurden.

### Neue Positionen im Portfolio

#### Linde AG

Linde AG gehört zu den führenden Weltunternehmen bei Industriegasen. Daneben stellt Linde auch Maschinen wie Gabelstapler usw. her, allerdings soll dieser Geschäftsbereich so bald wie möglich verkauft werden, um die Verschuldung des Unternehmens zu verringern. Das Gasgeschäft ist ein sehr stabiler Gewinnbringer. Seinen ersten Bestand an Linde-Anleihen kaufte der Fonds im Juni zu einem Kurs, der einer um 3,35% höheren Rendite als der einer Staatsanleihe entsprach. Die Anleihen werden derzeit zu einem Kurs gehandelt, der einer um 2,6% höheren Rendite als der einer Staatsanleihe entspricht, so dass sich die Kreditprämie um 0,75% verringert hat, was einer Rendite von 6,5% für die Periode gleichkommt.

#### US Concrete

Der sechstgrößte amerikanische Betonhersteller mit einem Marktanteil von 1,3%, US Concrete, hat 3.150 Mitarbeiter und ist in 11 amerikanischen Bundesstaaten tätig. Bezogen auf die Abnehmer der Unternehmensprodukte verfügt US Concrete über eine breit gestreute Geschäftstätigkeit. 45% werden für den privaten Bau genutzt, 40% für den gewerblichen Bau und 15% werden vom staatlichen Sektor abgenommen. Im privaten Bausektor verzeichnete das Unternehmen einen Rückgang, der jedoch durch eine verstärkte Tätigkeit

### Verkaufte Positionen

im gewerblichen Bausektor aufgefangen wurde. US Concrete wird zu einem niedrigen Kurs-Buchwert-Verhältnis gehandelt und weist einen niedrigen Verschuldungsgrad auf. Das Unternehmen ist ein eindeutiger Kandidat für ein Übernahmeangebot.

#### **Petrohawk**

Das amerikanische Öl- und Gasunternehmen wird zu einem niedrigen Kurs-Buchwert-Verhältnis gehandelt, weist stabile Gewinne und gute Aussichten zur Verringerung seiner Schulden in Zukunft auf.

Im dritten Quartal verkaufte der Fonds mehrere Unternehmen, die unsere Erwartungen erfüllt hatten. Diese sind: Houston Exploration, Wolverine Tube, Rexel, Gamestop und Goldkist. ■

Mit besten Grüßen,

Sparinvest Fondsmæglerselskab A/S  
Klaus Blaabjerg & Thomas Bjørn Jensen  
10. Oktober 2006

### Notizen

### Notizen

Der angegebene Fonds ist Teilfonds von Sparinvest SICAV, einer offenen Investmentgesellschaft luxemburgischen Rechts. 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 nach der BVI-Methode in Fondswährung ermittelt. Zeichnungen dürfen nur auf Grundlage unseres aktuellen Verkaufsprospektes sowie des aktuellen Rechenschaftsberichtes/Halbjahresberichtes, die bei der Gesellschaft oder bei den berechtigten Vertriebsstellen erhältlich sind, erfolgen. Quellen: Sparinvest S.A.; Morningstar; Standard & Poors und Bloomberg, zum jeweils angegebenen Datum.