



Value Bonds

Inhalt

High Yield Value Bonds

- Verringerung der Gesamtverschuldung
- Der Energiesektor
- Die Bankenbranche
- Anstieg der Zahl der Unternehmenszusammenbrüche
- Zusammenfassung

Investment Grade Value Bonds

- Der Bankensektor
- Staatshilfen für die europäischen Banken
- Die baltischen Staaten
- Zusammenfassung

High Yield Value Bonds

Sehr geehrte Anlegerin, sehr geehrter Anleger,

Die Kreditmärkte haben während des zweiten Quartals stetig zugelegt, weil ein zunehmender Optimismus sowie eine steigende Liquidität die Anleihenurse nach oben klettern ließen. Am Ende unserer Letzten Informationen für Anleger hatten wir erklärt, dass wir an unserer Anlagestrategie festhalten würden. Außerdem schätzten wir damals das Portfolio als günstiger bewertet ein denn je. Nahezu unmittelbar nach Quartalsende wurden unsere Erwartungen an den Markt Wirklichkeit und die Lage änderte sich komplett. Zuvor wollte niemand mehr in Anleihen von kleineren Unternehmen mit einem niedrigen Kurs-/Buchwert (das heißt Anleihen, die unserer Value-Anlagestrategie entsprechen) investieren. Nun aber wurden genau diese Anleihen auf einmal stark nachgefragt.

Wir halten unsere Portfolios – trotz der steigenden Anleihenurse – nach wie vor für günstig bewertet, und zwar insbesondere angesichts der soliden Bilanzen der Unternehmen. Derzeit beträgt die Rückzahlungsrendite des High Yield Value Bonds Portfolios 15,5%.

Verringerung der Gesamtverschuldung

Die globale Finanzkrise hat während der letzten Quartale zu einem massiven Rückgang der Unternehmensumsätze geführt, und die Umsätze liegen auch weiterhin deutlich unter dem Niveau von vor der Krise. Wie erwartet haben die Unternehmen versucht, diesen Umsatzrückgang zu kompensieren, indem sie Arbeitsplätze abgebaut, Lagerbestände reduziert und ihre Produktion gedrosselt haben. Außerdem haben viele Firmen die letzten Quartale genutzt, um ihre Kreditwürdigkeit zu erhöhen, indem sie Aktien begeben und/oder Unternehmensanleihen zurückgekauft haben. Solche Maßnahmen sind aber Wasser auf die Mühlen der Anleger, weil sie das Risiko, dass Firmen

ihre Verbindlichkeiten nicht erfüllen können, begrenzen. Viele der Unternehmen, die in unseren Value Bonds Portfolios vertreten sind, haben ebenfalls die Gelegenheit genutzt, ihre Bilanzen zu stärken, indem sie Aktien ausgegeben und/oder Anleihen zurückgekauft haben.

Beispiele:

- Der amerikanische Energiekonzern Brigham Exploration begab Aktien und kaufte Anleihen im Wert von 35 Mio. USD zurück.
- Allis-Chalmers erwartet eine Verringerung seiner Gesamtverschuldung um ganze 120 Mio. USD, wodurch sich die Bilanz dieses Unternehmens deutlich verbessert.
- Petroquest Energy plant die Emission von 10 Millionen neuer Aktien im Wert von 35 Mio. USD.

Die Sparinvest Value Bonds Fonds konzentrieren sich weiterhin auf Firmen mit soliden Bilanzen. Dies erhöht die Sicherheit unserer Investments in Phasen sinkender Umsatzzahlen.

Der Energiesektor

Trotz des immer stärkeren Fokus auf erneuerbaren Energien geht die chinesische Regierung derzeit davon aus, dass die Nachfrage des Landes nach Öl im Jahr 2020 dem US-Verbrauch aus dem Jahr 2007 entsprechen wird. Deshalb versucht China, das zukünftige Energieangebot zu gewährleisten, indem es Ölvorkommen in Regionen wie dem Mittleren Osten und Afrika erwirbt.

So hat beispielsweise die zweitgrößte chinesische Ölgesellschaft das Unternehmen Addax Petroleum Corp übernommen. Addax war die erste von zwei Firmen, die eine Lizenz zum Export von Öl aus Kurdistan erhielt. Das andere Unternehmen, der norwegische Ölkonzern DNO, erwartet Ölfördermengen von etwa 50.000 Barrel pro Tag.

Wir gehen davon aus, dass eine oder mehrere der Ölgesellschaften aus unserem High Yield Value Bonds Portfolio von der Konsolidierung des Energiesektors erfasst werden - auch DNO.

Die Bankenbranche

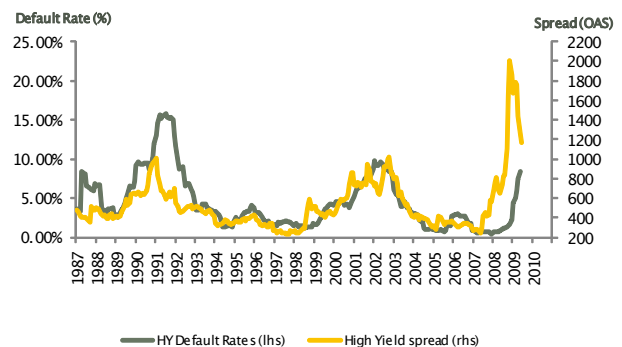
Wir haben das letzte Quartal genutzt, um unsere Ausrichtung auf die Bankenbranche zu erhöhen, indem wir uns in zwei großen europäischen Banken mit soliden Kapitalreserven engagiert haben. Gegen Quartalsende war der Sparinvest High Yield Value Bonds in diesem Sektor marktneutral aufgestellt.

Wir haben dabei unter anderem in die Fortis Bank investiert, die sich mittlerweile im Besitz der BNP Paribas sowie des belgischen Staates befindet. Sollte Fortis die Anleihen zum Fälligkeitsdatum nicht zurücknehmen, gewährleistet

das Profil dieser Anleihe, dass die Anleiheninvestoren Fortis dazu zwingen können, neue Aktien zu begeben und den Erlös dieser Emission für den Rückkauf von Anleihen zu verwenden.

Anstieg der Zahl der Unternehmenszusammenbrüche

Der momentane Konjunkturabschwung wird wahrscheinlich dazu führen, dass immer mehr Unternehmen nicht in der Lage sein werden, ihre Verbindlichkeiten zu bedienen. In der Vergangenheit entsprach die Entwicklung der Zinsdifferenzen mit nur leichten und vorübergehenden Abweichungen der Tendenz der Ausfallraten. Diese Parallelität brach Mitte 2007 jedoch auseinander, als die Zinsdifferenzen aufgrund der wirtschaftlichen Unsicherheit und der geringen Liquidität deutlich anstiegen, während die Ausfallraten weiter auf einem sehr niedrigen Niveau verharrten.



Seit Dezember 2008 sind die Zinsdifferenzen wieder geschrumpft, weil die Liquidität an den Kreditmarkt zurückgekehrt ist. Außerdem sind die Ausfallraten wegen des Konjunkturabschwungs angestiegen.

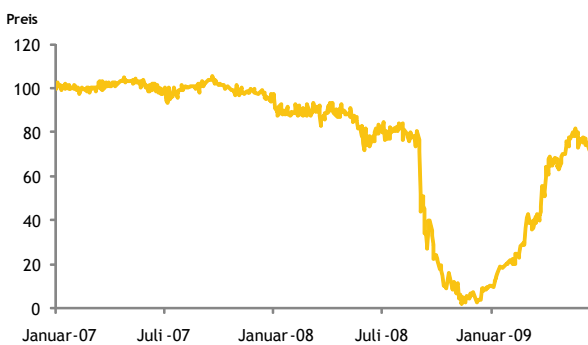
Der globale Markt für Hochzinsanleihen wurde ebenfalls von einer Reihe von Ausfällen in Mitleidenschaft gezogen. Allein im zweiten Quartal konnten Anleihen im Wert von 31 Mrd. USD, die von 22 Unternehmen emittiert worden waren, nicht mehr bedient werden. Die Insolvenz von General Motors betraf dabei Anleihen im Wert von etwa 12 Mrd. USD. Damit war dieser Zusammenbruch nach Charter Communications (19 Mrd. USD) und Lyondell Chemicals (17 Mrd. USD) der seit Jahresbeginn drittgrößte.

Bis der Abschwung der Weltwirtschaft wieder in eine Wachstumsphase umschlägt, gehen wir von einem weiteren Anstieg der Ausfallraten aus. Aus diesem Grund wird für Anleger, die in Firmenanleihen investieren der Fokus auf die Vermögenswerte der Firmen immer wichtiger, um so den möglichen Verlust im Falle einer Insolvenz zu minimieren.

Zu einem der größten Unternehmenszusammenbrüche kam es im Frühjahr, als der amerikanische Automobilhersteller General Motors die Zins- und Tilgungszahlungen

für die enormen Schulden, die er während der letzten Jahre angehäuft hatte, einstellte. Man erwartet, dass es noch einige Zeit dauern wird, bevor die Restrukturierung des Unternehmens abgeschlossen sein wird. Der Kreditmarkt geht jedoch von einer Erholung des Nennwertes der vorangigen Unternehmensanleihen auf etwa 12,5% aus. Diese nur moderate Erholungserwartung trägt dem Umstand Rechnung, dass der Wert der Aktiva des Unternehmens wesentlich niedriger ist als die Schulden insgesamt. General Motors wird nicht als Value-Unternehmen angesehen, und die Sparinvest Value Bonds sind in dieser Firma nicht engagiert. Tatsächlich stellt General Motors das genaue Gegenteil einer Value-Unternehmensanleihe dar.

Bei einer anderen insolventen Firma handelt es sich um Pilgrim's Pride, einen der weltweit größten Produzenten von Hühnerfleisch. In der Vergangenheit wies das Unternehmen solide Bilanzen und einen geringen Verschuldungsgrad auf.



Ende 2008 musste die Firma wegen einer Verkettung unglücklicher Umstände jedoch Insolvenz anmelden. Pilgrim's Pride hatte ein anderes Unternehmen genau zu dem Zeitpunkt übernommen, als die Kreditmärkte einfroren. Gleichzeitig kam es zu einem Rückgang der Gewinne. Mit anderen Worten: Die Firma fiel der Kreditkrise zum Opfer.

Kurz nach dem Insolvenzantrag erwartete der Kreditmarkt einen nur mäßigen Anstieg der Pilgrim's Pride-Anleihen. Der Markt wurde jedoch eines Besseren belehrt, als die Aktiva des Unternehmens einer Neubewertung unterzogen wurden. Mittlerweile schreibt die Firma wieder schwarze Zahlen.

Pilgrim's Pride ist ein typisches Value-Unternehmen, das trotz wirtschaftlicher Schwierigkeiten weiterhin über Vermögenswerte verfügt, die den Verlust für die Anleiheninvestoren im Falle einer Insolvenz minimieren. Inzwischen werden die Anleihen der Firma auf einem Niveau gehandelt, als hätte es die Insolvenz nie gegeben.

Der Sparinvest High Yield Value Bonds verzeichnete im II. Quartal 2009 keinerlei Ausfälle, und wir halten an unserem Value-Ansatz fest, indem wir in Unternehmen mit soliden Bilanzen investieren.

Zusammenfassung

Unsere langfristig orientierte Anlagestrategie sowie unser kontinuierlicher Fokus auf die Bilanzen der Unternehmen kamen unserer Wertentwicklung im letzten Quartal zugute. Der globale Konjunkturabschwung hat mehr und mehr Firmen dazu veranlasst, ihre Verschuldungsquote anzupassen, indem sie Aktien begeben und/oder ihre Gesamtschulden verringert haben. Alles in allem profitieren Anleiheninvestoren unserer Meinung nach von diesen Maßnahmen, weil eine geringere Verschuldung auch ein geringeres Ausfallrisiko bedeutet.

Darüber hinaus hält die globale Wirtschaftskrise an, und obwohl wir in der zweiten Hälfte des Jahres mit einem leichten Anstieg der Ausfälle rechnen, erwarten wir für unser Portfolio keine wesentlichen Ausfälle. Deshalb meinen wir, dass bei einer Rückzahlungsrendite des Portfolios von mehr als 15% auch künftig attraktive Erträge erwirtschaftet werden können. Wir setzen auf unseren Value-Ansatz, im Rahmen dessen wir uns auf das Refinanzierungsrisiko von Unternehmen konzentrieren, um so die Wahrscheinlichkeit dafür zu verringern, dass eine unserer Positionen in wirtschaftliche Turbulenzen gerät. Wir halten also an unserer Anlagestrategie fest und versuchen, bei günstig bewerteten Unternehmensanleihen, die von Firmen mit guten Bilanzen begeben wurden, von einem Liquiditätsaufgeld zu profitieren.

Investment Grade Value Bonds

Der Zusammenbruch von Lehman ließ die Zinsdifferenzen von Unternehmensanleihen mit erstklassiger Bonität (Investment Grade) sprunghaft ansteigen. So hatten sich die Zinsdifferenzen bis Ende 2008 auf ein historisch hohes Niveau ausgeweitet und befanden sich damit auf dem selben Stand, den Hochzins-Unternehmensanleihen während der „Großen Depression“ in den 1930er Jahren erreicht hatten. Im Frühjahr begannen die Maßnahmen der Notenbanken dann jedoch allmählich Wirkung zu zeigen, und langsam, aber sicher kehrte das Vertrauen in den Bankensektor zurück. Aufgrund des Anstiegs der Risikobereitschaft kam es im Frühjahr 2009 zu einem massiven Rückgang der Zinsdifferenzen.

Trotz der hohen Gewinne, die in diesem Quartal zu verzeichnen waren, möchten wir darauf hinweisen, dass die aktuellen Zinsdifferenzen im historischen Vergleich nach wie vor recht hoch sind. Wir gehen aber davon aus, dass die Unternehmen ihre Kostensenkungsmaßnahmen (wie den Abbau von Arbeitsplätzen und die Verringerung der Lagerhaltungskosten) fortsetzen werden. Darüber hinaus hat eine Reihe von Firmen bereits neue Aktien begeben und/oder ihre Gesamtverschuldung reduziert, um so ihre Bilanz zu stärken.

Der Bankensektor

Als der Fonds aufgelegt wurde, erreichte die Flut der Leveraged Buyouts (LBOs) gerade ihren Zenit. Fremdfinanzierte Übernahmen gehen oft mit einem deutlichen Anstieg der Verschuldung und des finanziellen Risikos einher. Daraufhin sinken die Kurse bereits bestehender Anleihen infolge des LBO dann in der Regel. Beispiele für eine solche Entwicklung waren die skandinavischen Firmen ISS und TDC. Aus diesem Grund gelangten wir zu der Auffassung, dass die Risikoprämien von Anleihen von Industrieunternehmen keinen ausreichenden Ausgleich für das LBO-Risiko boten. Deshalb haben wir in Bankenanleihen investiert, weil dieses Segment ein nur sehr geringes LBO-Risiko aufweist.

In Form von Tier 1-Papieren (Bestandteil des Bankenkapitals) begebene Anleihen sind laufzeitmäßig nicht begrenzt. Der Emittent hat jedoch das Recht (wenn auch nicht die Pflicht), diese Papiere zu einem festgelegten Zeitpunkt zurückzukaufen. Falls der Emittent die Anleihe nicht zurücknimmt, erhöht sich der zukünftige Kupon („Step Up“). Darüber hinaus darf der Emittent in einigen Fällen die Kuponzahlung auf die Anleihe aussetzen. Der letzt genannte Aspekt variiert von Anleihe zu Anleihe. Aus diesem Grund ist eine gründliche Analyse der Geschäftsbedingungen einer Anleihe erforderlich, bevor eine Anlageentscheidung getroffen wird.

Die Kreditkrise belastete unsere Wertentwicklung im Jahr 2008. Zunächst befürchtete der Kreditmarkt, dass neben Lehman noch weitere Banken zusammenbrechen würden. Die Lösung für dieses Problem waren Konjunkturpakete, direkte Finanzhilfen usw. Anschließend sorgte sich der Kreditmarkt, dass Bankenanleihen in Mitleidenschaft gezogen werden würden. Dazu kam es jedoch nicht, weil die großen Banken eben nicht vollständig verstaatlicht wurden. Schließlich wurde befürchtet, dass Banken beschließen würden, ihre Anleihen nicht zum festgelegten Zeitpunkt zurückzunehmen. Einige Banken gingen tatsächlich so vor und versuchten außerdem, ihre Anleihen zu einem niedrigen Kurs zurückzukaufen. Dadurch vollzogen die Anleihenurse schließlich eine Bodenbildung.

Im Jahr 2008 wurde unsere Wertentwicklung außerdem von der allgemeinen Wirtschaftskrise sowie der Unsicherheit darüber belastet, ob die Banken nun ihre Tier 1-Anleihen zurückkaufen würden oder nicht. Wir haben unsere Ausrichtung auf den Finanzsektor aber beibehalten, weil die Notenbanken und Regierungen weltweit umgehend Maßnahmen ergriffen, um das Vertrauen in die Bankenbranche wieder herzustellen. Im letzten Quartal wendete sich das Blatt am Kreditmarkt für Bankenanleihen dann, und der Sparinvest Investment Grade Value Bonds legte ausgehend von seinem Tiefpunkt fast 60% zu.

Staatshilfen für die europäischen Banken

Es kristallisierte sich zunehmend heraus, dass die weltweite Krise nicht ohne ein funktionierendes Bankensystem bewältigt werden kann. Darüber hinaus verdeutlichte der Zusammenbruch von Lehman die Notwendigkeit, anderen Banken, die sich in großen Schwierigkeiten befanden, Liquidität zur Verfügung zu stellen. Die Notenbanken und Regierungen weltweit brachten diverse Maßnahmenpakete auf den Weg, um das Vertrauen der Banken untereinander wieder herzustellen.

Neben den staatlich garantierten Krediten für Banken befinden sich einige Banken mittlerweile sogar teilweise im Besitz des jeweiligen Landes. So hält beispielsweise Großbritannien inzwischen 71% an der Royal Bank of Scotland sowie 43% an der Lloyds Banking Group. Im Oktober 2008 pumpte die US-Notenbank über 240 Mrd. USD in das amerikanische Bankensystem, um die Liquiditätssituation dieses Sektors zu verbessern. Die Folge dieser umgehenden Maßnahmen wirkten sich auch auf die vierteljährlichen Rechenschaftsberichte der Banken aus, in denen die meisten Institute positive Ergebnisse veröffentlichten. Im letzten Quartal haben große amerikanische Banken außerdem bereits damit begonnen, die Kredite an die Notenbank zurückzuzahlen. Wir möchten darauf hinweisen, dass dieser Schritt viel schneller erfolgt als erwartet.

Die baltischen Staaten

Die baltischen Staaten verzeichneten in den letzten 10 Jahren ein eindrucksvolles Wirtschaftswachstum. Dies führte zu einer sehr niedrigen Arbeitslosigkeit und einer Blasenbildung am Immobilienmarkt. Aufgrund der Fortschritte, die diese Volkswirtschaften machten, erhöhten immer mehr skandinavische Banken ihr Engagement in den baltischen Staaten. Angesichts des heftigen Konjunkturabschwungs erwies sich diese Vorgehensweise jedoch als eine sehr kostspielige Strategie. So stiegen die Wohnimmobilienpreise in Litauen zwischen 2005 und 2007 zunächst um fast 80% an und brachen dann plötzlich wieder auf das Niveau von 2005 ein. Deshalb ist es wichtig, zu wissen, zu welchem Zeitpunkt die einzelnen Banken ihre Ausrichtung auf den Immobiliensektor in den baltischen Staaten angehoben haben.

Der Sparinvest Investment Grade Value Bonds hält Anleihen, die von der großen schwedischen Bank SEB, der zweitgrößten Kreditanstalt am Markt, begeben wurden. Trotz des nach wie vor beeindruckenden Wirtschaftswachstums in den baltischen Staaten hatte die SEB bereits 2006 ihre Kreditbedingungen verschärft, was einen Verlust von Marktanteilen zur Folge hatte.

Zusammenfassung

Die Nachfrage nach Unternehmensanleihen ist im letzten Quartal gestiegen, weil Optimismus und Liquidität an den Kreditmarkt zurückkehrten. Insbesondere die Kurse von Bankenanleihen sind kräftig nach oben geklettert. Die Gründe dafür waren unter anderem die staatlich garantierten Kredite sowie die direkten Staatsbeteiligungen. Deshalb ist der Bankensektor nun offenbar wieder besser kapitalisiert.

Derzeit befinden sich die baltischen Volkswirtschaften in einer ausgeprägten Rezession. Aus diesem Grund ist es nun noch wichtiger, genau zu untersuchen, wann die einzelnen Banken ihre Ausrichtung auf den baltischen Immobilienmarkt angehoben haben. Wir sind in Anleihen investiert, die von der SEB emittiert wurden. Glücklicherweise hat die SEB ihre Vorgaben für die

Kreditvergabe bereits 2006 verschärft. Deshalb ist dieses Institut weniger stark in jenen Krediten engagiert, die während des rasanten Anstiegs der Wohnimmobilienpreise in den baltischen Staaten vergeben wurden.

Wir halten an unserem Value-Ansatz fest wodurch wir das Risiko reduzieren möchten, dass ein Management Maßnahmen ergreift, die Anleiheninhabern schaden könnten.



Klaus Blaabjerg
Senior Portfolio Manager
10. Juli 2009

Sparinvest Value Bonds-Team



Klaus Blaabjerg
Senior Portfolio Manager



Sune Højholt Jensen
Senior Portfolio Manager



Toke Hjortshøj
Analyst

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 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 in 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.