



Inhalt

- Wirtschaftsausblick
- Ausblick für Nicht-Finanzanleihen
- Ausblick für Finanzanleihen

Unsere Value-Bond-Fonds

Fonds	ISIN
Emerging Markets Corporate Value Bonds	LU0519053697
Ethical High Yield Value Bonds	LU0473784196
High Yield Value Bonds	LU0232765429
Investment Grade Value Bonds	LU0264925727

Detaillierte Informationen sind in den entsprechenden Fonds-Updates erhältlich.

- sparinvest.eu

Value Bonds

Sehr geehrte Anlegerin, sehr geehrter Anleger,

das dritte Quartal verlief für die drei Fonds, welche die Sparinvest Value Bonds-Strategie umsetzen, erfreulich. Allesamt profitierten sie nämlich von der nun größeren Klarheit hinsichtlich der mit Spannung erwarteten neuen Vorgaben für die Bankenaufsicht – der Basel III-Richtlinie – sowie von der Eindämmung des systemischen Risikos in Europa. Darüber hinaus kamen uns die wieder intensiveren M&A-Aktivitäten an den Aktienmärkten in Form einer Reihe von Unternehmensübernahmen zugute, aufgrund derer einige der von uns gehaltenen Anleihen um etwa 20% zulegten. Gleichzeitig blieb die Ausfallrate dank der hohen Qualität der Fonds bei 0%. Für das vierte Quartal erwarten wir eine Fortsetzung der oben erwähnten positiven Entwicklungen – denn die Qualität ist hoch, und die zugrunde liegenden Vermögenswerte sind nach wie vor preiswert.

Wirtschaftsausblick

Durch die Verlangsamung der Weltwirtschaft, die im Frühjahr eingesetzt hatte, befürchtete man, dass die Erholung möglicherweise gefährdet sein könnte. Wir halten diese Sorgen jedoch größtenteils für unangebracht und sind der Meinung, dass eine erneute Rezession eher unwahrscheinlich ist. Mittzyklische Schwächephasen sind nichts Ungewöhnliches und setzen in der Regel etwa vier bis sechs Quartale nach dem Beginn einer Konjunkturerholung ein. Allerdings drohen den Volkswirtschaften keine massiven mittzyklischen Rückschläge. Ein Grund dafür ist der Umstand, dass die Zeit bisher nicht ausgereicht hat, um erneut jene Überschusskapazitäten aufzubauen, die Volkswirtschaften für einen Zusammenbruch anfällig machen. Außerdem sind die Wirtschaftsaktivitäten bisher noch nicht wieder so ausgeprägt, um Inflationsbesorgnisse zu rechtfertigen.

Deshalb wird eine lockere Geldmarktpolitik beibehalten (die im aktuellen Zyklus sogar extrem locker ist). Aus diesem Grund wird das nächste Stadium des Zyklus wohl eher von einer erneuten Beschleunigung des Wachstums – wenn auch in moderater Form – geprägt sein als von einer neuerlichen Abwärtsspirale.

Die Wirtschaftsaktivitäten haben sich weltweit größtenteils weiter erholt. Die zuletzt in China veröffentlichten Wirtschaftsdaten sprechen dafür, dass der Abschwung mittlerweile wohl hinter uns liegt. So haben die politischen Entscheidungsträger dort ihre Verschärfungsmaßnahmen zuletzt wieder gelockert. In Europa sorgten die Wirtschaftsaktivitäten im Allgemeinen ebenfalls für positive Überraschungen und umfangreiche politische Maßnahmen zur Lösung der fiskalischen Probleme wurden bereits eingeleitet. Derzeit geben insbesondere die USA Anlass zur Sorge. Die Unsicherheit um den Ausgang der Zwischenwahlen sowie um die zukünftige Steuerpolitik birgt ein Risiko. Unserer Meinung nach handelt es sich bei dem unterdurchschnittlichen Wachstum aus dem zweiten Quartal – das auf einen drastischen Umschwung bei den Handelsaktivitäten zurückzuführen war – lediglich um eine temporäre Anomalie. Wir gehen davon aus, dass sich das Wachstum im weiteren Verlauf des Jahres wieder leicht beschleunigen wird.

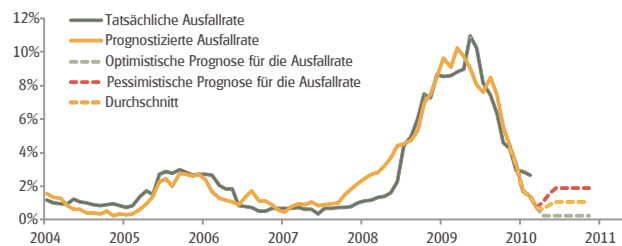
Eine Reaktion auf den Abschwung ist allerdings eine nun noch lockerere Geldmarktpolitik. Während die meisten Schwellenländer nach wie vor ein kräftiges Wachstum vorlegen, signalisierten die Notenbanker nahezu überall, dass sie von einer weiteren Verschärfung ihrer monetären Strategie vorerst absehen möchten. Dadurch wurde bereits ein Rückgang der Geldmarktzinsen ausgelöst. In den USA und in Japan verkündeten die Notenbanken darüber hinaus sogar ihre Absicht, weitere Vermögenswerte aufzukaufen, bis das Wachstum wieder anzieht, was ein deutliches Abflachen der Zinskurve zur Folge hatte. Derweil sorgen die niedrigeren Anleihenrenditen bereits dafür, dass viele Hypotheken refinanziert werden und das Emissionsvolumen bei Unternehmensanleihen wieder ansteigt. Dies stützt unsere Prognose eines in der zweiten Jahreshälfte moderat kräftigeren Wachstums.

Schwache Erholungstendenzen sind aber nicht zwangsläufig auch ein Hinweis auf schwache Finanzmärkte. Im Gegenteil, denn die Kombination einer außerordentlich lockeren Geldmarktpolitik und eines Wirtschaftswachstums, das für demnächst bessere Zeiten spricht – jedoch nicht kräftig genug ist, um eine Verschärfung der Geldmarktpolitik nach sich zu ziehen – bietet für die Kursentwicklung der meisten Finanzwerte ein recht günstiges Umfeld.

Ausblick für Nicht-Finanzanleihen

Die meisten Unternehmen verzeichnen nach wie vor eine Erholungstendenz und gehen weder bei der Einstellung neuer Mitarbeiter noch bei den Investitionen über das hinaus, was zur Aufrechterhaltung ihres Geschäftsbetriebs erforderlich ist. So bleiben die Verbindlichkeiten der Firmen entweder stabil oder gehen sogar zurück, so dass sich die Kennzahlen für die Kapitalausstattung verbessern. Rund 70% der Unternehmen mit in Umlauf befindlichen Anleihen bauen ihre Schulden derzeit ab. Darüber hinaus deuten der freie Cashflow sowie die Liquiditätskennzahlen auf ein zukünftig niedriges Ausfallrisiko hin. Dies spiegelt sich auch in unserem Modell zur Prognose der Ausfallquoten für die kommenden Quartale wider. Wie Sie der nachfolgenden Grafik entnehmen können, gibt das Modell die tatsächliche Entwicklung der Ausfallrate sehr gut wider.

Das Modell zur Prognose der Ausfallrate von Sparinvest



Das Modell prognostiziert die zukünftige Zahl der Nichtbedienungen auf Basis der Senior Loan Officer-Umfrage (die unter 50 US-Banken und 20 Nicht-US-Banken durchgeführt wird), sowie der Zahlen zur Industrieproduktion und zur Finanzierungslücke der US-Notenbank.

Die Industrieproduktion ist dabei die einzige aussagekräftige Variable, die momentan schwach tendiert. Aber selbst unter Berücksichtigung der von allen zur Industrieproduktion vorliegenden Zahlen „pessimistischsten“ Prognose spricht das Modell dafür, dass die globale Ausfallrate von derzeit 3% auf 2% zurückgehen wird. Geht man dabei von einer Erholung um grob geschätzt 50% aus, dann ergibt sich aus einer Ausfallrate von 2% eine erwartete Verlustquote für Investments in globale Hochzinsanleihen von 1%. Derzeit liegt die optionsbereinigte Zinsdifferenz des Merrill Lynch Global High Yield-Index jedoch bei 6%. Und 6% ist natürlich wesentlich höher als der erwartete Verlust durch Nichtbedienungen von 1%. Damit bieten diese Papiere nach wie vor ein Ertragspotenzial, obwohl dieser Markt schon einige große Schritte hin zu einer Normalisierung getan hat. Ein positiver Aspekt der niedrigen Industrieproduktion ist jedoch

der Umstand, dass marktführende Unternehmen dadurch einen möglichen Verlust der Bilanzqualität ganz genau im Auge behalten werden. Mit anderen Worten werden die CEOs wohl versuchen, Barreserven aufzubauen anstatt diese Mittel bei einem lediglich moderaten Wachstum für Dividenden und Aktienrückkäufe auszugeben.

Allerdings ist der Markt für Unternehmensanleihen weiterhin offen, und wir gehen davon aus, dass immer mehr Firmen diesen Umstand für sich nutzen werden. Da die Unternehmen ihre angestrebten Verschuldungsquoten allmählich erreichen und ein Wachstum der Bruttogewinne aufgrund des unterdurchschnittlichen Wachstums der zugrunde liegenden Volkswirtschaften außerdem immer schwieriger wird, erwarten wir, dass sich Firmen hoher Liquidität und guter Bonitätsqualität dazu genötigt sehen werden, am Markt für Unternehmensanleihen (zu einem Zins von 3 bis 4%) Mittel aufzunehmen, um so Marktanteile hinzuzugewinnen oder ihre Kapazitäten auszuweiten. Deshalb gehen wir davon aus, dass dieses Umfeld

Value-Unternehmen zugute kommen wird. Zunächst einmal verfügen solche Firmen über solide Bilanzen, so dass sie keine Probleme haben sollten, Wachstumsraten von 1 bis 2% vorzulegen. Darüber hinaus sind sie auf Grundlage diverser Kennzahlen preiswert, so dass sie potenzielle Übernahmeziele sind. Als Anleihen-Investoren verfügen wir über adäquate „Change-of-Control“-Verträge, und werden von Übernahmen der von uns gehaltenen Small Cap-Unternehmen profitieren. Solche Transaktionen waren in diesem Sommer bereits mehrfach zu verzeichnen.

Ausblick für Finanzanleihen

Bereits seit langem vertreten wir die Auffassung, dass Anleihen von Finanzunternehmen wie Banken und Versicherungsgesellschaften sehr preiswert sind. Am offensichtlichsten trat dies bei den Anleihen von Versicherern zutage, da die Mehrheit dieser Firmen ihre Lehren aus dem Abschwung der Jahre 2000 bis 2002

Name der Bank	Kapital		Vermögenswerte (in Mrd. der jew. Währung)		Anhängigkeit von externen Finanzierungsquellen		Nettoeinnahmen		Zukünftige Nettoeinnahmen	
	Core T1 Ratio	Δ 1 Jahr	Aktuell	Δ 1 Jahr	Aktuell	Δ 1 Jahr	1. Halbjahr 2010	Δ 1 Jahr	2. Halbjahr 2010	1H10 Δ
Banco Popolare	7.3%	1.0%	136	12%	50%	2%	322	58%	122	-62%
Banco Popular Espanol	8.6%	1.2%	129	9%	44%	-2%	355	-20%	296	-16%
Banesto	8.0%	1.3%	126	8%	44%	-8%	382	-7%	234	-39%
Bank of Ireland	9.5%	-	194	0%	48%	-	140	-	-	-
BBVA	8.1%	1.0%	535	-1%	42%	-1%	2,527	-10%	2,309	-9%
BNP Paribas	9.0%	1.3%	2,058	-10%	60%	-3%	4,388	39%	3,678	-16%
Commerzbank	3.3%	-0.8%	844	-7%	52%	-1%	1,060	-	442	-58%
Credit Agricole	9.1%	0.5%	1,557	-3%	43%	-1%	849	111%	1,817	114%
Deutsche Bank	7.5%	-0.3%	1,501	-13%	71%	-3%	2,922	28%	1,726	-41%
ING GROEP	8.6%	1.3%	1,164	-2%	n/a	-	2,416	-	2,530	5%
Intesa	7.7%	0.8%	625	-2%	51%	2%	1,690	6%	1,813	7%
KBC Groep	4.3%	-	324	-6%	48%	18%	591	-	860	46%
La Caixa	8.6%	-0.2%	272	1%	38%	-	902	-	-	-
Monte dei Paschi	6.1%	0.0%	225	6%	53%	5%	261	-21%	445	70%
NBG	10.4%	-	113	3%	22%	1%	146	-79%	772	430%
Postbank	4.4%	-	227	-4%	31%	-2%	153	35%	240	57%
Santander	8.6%	1.1%	1,111	-3%	41%	-6%	4,445	-2%	4,350	-2%
Societe Generale	8.5%	1.2%	1,024	-3%	58%	-2%	2,147	-	1,284	-40%
Unicredit	8.4%	1.6%	929	-5%	45%	0%	668	-29%	1,770	165%
Median für den Euroraum	8.4%	1.0%		-2.1%	46%	-1%		-2%		-2%
Barclays	10.0%	2.9%	1,379	-11%	63%	-8%	2,431	29%	2,110	-13%
HSBC	9.9%	1.1%	2,364	-2%	35%	-1%	6,763	102%	6,571	-3%
Lloyds	9.0%	2.7%	1,027	-3%	49%	2%	596	-92%	1,510	153%
RBS	10.5%	3.5%	1,696	-7%	50%	-7%	133	-	-478	NM
Standard Chartered	8.9%	1.3%	437	6%	20%	-4%	2,148	11%	2,067	-4%
Median für Großbritannien	9.9%	2.7%		-3.4%	49%	-4%		20%		-3%
Credit Suisse	11.4%	1.0%	1,031	-6%	42%	1%	3,648	2%	3,535	-3%
Danske Bank	9.1%	0.9%	3,098	-4%	61%	-1%	1,706	131%	3,255	91%
DNBNor	11.5%	-	1,823	0%	57%	2%	6,381	49%	6,966	9%
Handelsbanken	11.6%	-	2,123	-2%	60%	3%	5,426	2%	5,831	7%
Nordea	9.0%	-0.2%	508	7%	59%	1%	1,179	-5%	1,210	3%
SEB	12.1%	0.4%	2,308	-3%	45%	-3%	2,661	220%	2,914	10%
Swedbank	12.7%	2.9%	1,795	-5%	60%	-	381	-	3,785	NM
UBS	13.0%	2.9%	1,341	-16%	64%	-3%	4,207	-	3,755	-11%
Mediane für andere euro. Staaten	11.6%	1.0%		-3.6%	60%	1%		26%		7%
Durchschnitt aller Banken	8.9%	1.1%		-2.9%	49%	-1%		6%		0%

gezogen hat und so die Kreditkrise von 2007 und 2008 in recht guter Verfassung überstehen konnte. Bei Anleihen von Banken hatten wir es hingegen mit einer klassischen „Kreditsanierung“ zu tun. Nach der Kreditkrise war klar, dass die Banken neues Kapital aufnehmen und ihre Schulden abbauen mussten. Ein starker Katalysator war dabei die Neuregelung der Bankenaufsicht in Form der Basel III-Richtlinie. Die nachfolgende Tabelle gibt auf Grundlage einer Bottom Up-Analyse einige Hinweise auf die erneute Stärke der europäischen Bankenbranche. Wie man dieser Tabelle entnehmen kann, haben alle Banken bis auf wenige Ausnahmen ihre Bilanzen gestärkt und mittels der „Core Tier 1 Ratio“ Kapital aufgenommen. Britische Banken scheinen gegenüber Instituten aus dem Euroraum dabei zwar die Nase vorn zu haben, können mit der Stärke skandinavischer und schweizerischer Banken aber nicht mithalten. Banken aus Skandinavien, der

Schweiz und Großbritannien liegen augenscheinlich auch bei den Gewinnen vor den Banken des Euroraums. Ein offensichtlicher Schwachpunkt scheint in dieser Hinsicht bei den südeuropäischen Banken – aus Spanien und Griechenland – zu liegen, was aber keine Überraschung sein sollte.

Für den weiteren Verlauf des Jahres 2010 sowie für 2011 erwarten wir, dass Anleihen von Banken im Vergleich zu den Anleihen von Nicht-Finanzunternehmen nach wie vor attraktiv sind.

Klaus Blaabjerg
Lead Portfolio Manager
12. Oktober 2010

Sparinvest Value Bonds-Team



Klaus Blaabjerg
Lead Portfolio Manager



Sune Højholt Jensen
Senior Portfolio Manager



Toke Hjortshøj
Analyst



Anne Margrethe Tingleff
Analyst



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.