



## Value Bonds

### Inhalt

- Was für ein Quartal!
- Der Energiesektor
- Finanzwerte
- M&A-Aktivitäten
- Die Ausfallrate wird wohl stabil bleiben

### 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](http://sparinvest.eu)

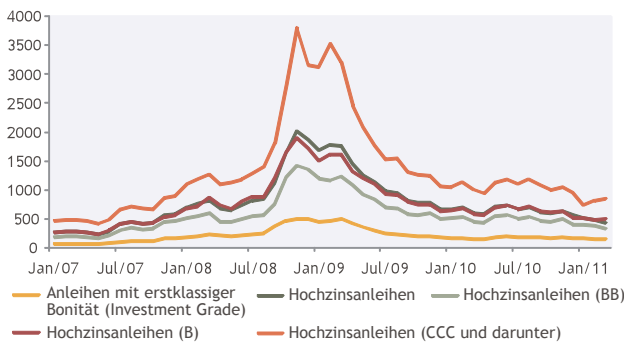
Zunächst einmal hoffen wir, dass alle unsere Anleger gut ins neue Jahr 2011 gekommen sind.

### Was für ein Quartal!

Das Übermaß an unerwarteten Ereignissen, die in den letzten Monaten über uns hereingebrochen sind, war schlichtweg außergewöhnlich. Dazu zählten die sich ausbreitenden Revolutionsbestrebungen im Mittleren Osten, die Naturkatastrophe sowie das Austreten von Radioaktivität in Japan, die Luftschläge der NATO zur Unterstützung der Rebellen in Libyen sowie die „Bombe“ in Form der Staatsverschuldung, die in den USA, Japan und Europa vor sich hin tickt. Und trotz alledem tendierten die Kreditmärkte weltweit bemerkenswert fest.

Man kann sich nur schwer einen Begriff machen von dem jähren und grundlegenden politischen Wandel im Mittleren Osten und in Nordafrika und dem Ausmaß des ebenso absolut unerwarteten Verlust der vielen Menschenleben und der Sachschäden, die das Erdbeben in Japan gefordert hat. Obwohl die Zukunftsaussichten dadurch wesentlich unsicherer geworden sind, gehen wir nicht davon aus, dass diese Entwicklungen die Grundtendenz der Wirtschaft oder des Marktes in den nächsten Monaten entscheidend beeinflussen werden. Vielmehr bleiben wir zuversichtlich, dass das Wachstum weltweit sowie in den Schwellenländern trotz der wohl noch eine Weile recht hohen geopolitischen Risiken in diesem Jahr anhalten wird. Grafik 1 zeigt, dass sich die Zinsdifferenzen in den einzelnen Bonitätssegmenten trotz der extrem vielen unerwarteten Ereignisse im ersten Quartal 2011 nicht ausgeweitet haben (mit Ausnahme des Segments Unternehmensanleihen mit der niedrigsten Bonität).

Grafik 1: Zinsdifferenzen



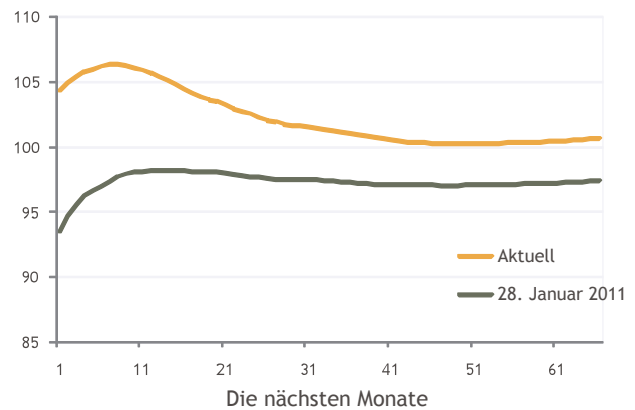
Quellen: Bloomberg und BofA Merrill Lynch

Aus Grafik 1 geht ferner hervor, dass Unternehmensanleihen aktuell immer noch Anlagechancen bieten. Allerdings liegen die Zinsdifferenzen inzwischen bereits wieder in der Nähe ihres Niveaus von vor der Krise. Wir haben es also nicht mehr länger mit einem Umfeld zu tun, in dem die Hinweise auf die Nachhaltigkeit der Konjunkturerholung die Risikoaufgelder verringern und zu einer Neubewertung preiswerter Unternehmensanleihen führen. Stattdessen entsprechen die Asset-Preise mittlerweile wieder eher ihrem fairen Wert, und ein kräftigeres Wachstum bringt auch Anzeichen für eine steigende Inflation sowie die größere Wahrscheinlichkeit einer Verschärfung der Geldmarktpolitik mit sich. Somit werden die Anleger zukünftig größeres Augenmerk auf die Einzeltitelselektion legen müssen. Als Value-Investoren mit einer auf dem Bottom Up-Ansatz beruhenden Anlagephilosophie, die sich auf Unternehmen mit geringer Marktkapitalisierung, einem niedrigen Kurs-Buchwert-Verhältnis und einer geringen Verschuldung im Vergleich zum Eigenkapital konzentriert, kommt uns dieses Umfeld entgegen.

## Der Energiesektor

Unser High Yield Value Bonds und unser Emerging Markets Corporate Value Bonds sind im Vergleich zu den entsprechenden Referenzindizes stark auf den Energiesektor ausgerichtet. Dieses Engagement ist ein Ergebnis unserer Anlagephilosophie nach dem Bottom Up-Ansatz, weil wir in dieser Branche bereits seit langem viel versprechende Anlagechancen identifizieren. Die Turbulenzen im Mittleren Osten haben den Ölpreis zuletzt nach oben getrieben, wovon unsere Investments im Energiesektor profitieren.

Grafik 2: Die Öl-Futures-Kurve ist steiler geworden



Quellen: NYMEX WTI Future-Kurve (USD/Barrel), Bloomberg.

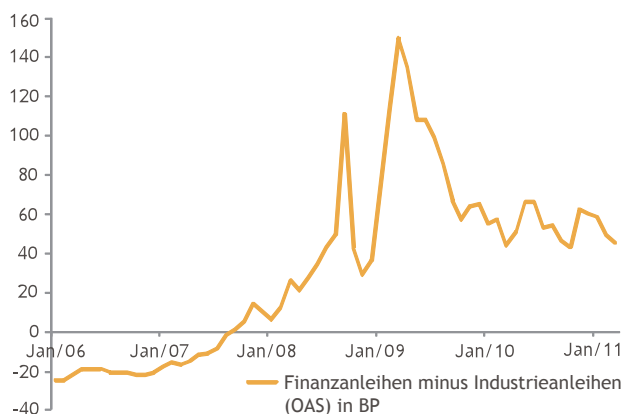
Die Öl-Futures-Kurve illustriert die Entwicklung des Ölpreises über verschiedene Zeiträume. In Grafik 2 werden zwei Öl-Futures-Kurven – eine seit Quartalsbeginn, die andere ab Quartalsende – dargestellt. Man erkennt, dass die steigenden Produktionskosten, das globale Wirtschaftswachstum sowie die Lieferausfälle aus Libyen (ebenso wie das Risiko für weitere umfangreiche Lieferausfälle aus anderen ölfördernden Staaten) das vordere Ende der Öl-Futures-Kurve im letzten Quartal haben ansteigen lassen. Trotzdem hat die Kurve für die nächsten zwei Jahre aufgrund der höheren langfristigen Risikoprämie lediglich moderat zugelegt. Lange war es eine allgemein anerkannte Tatsache, dass die „OPEC eigentlich Saudi Arabien ist“. Ebenso wie viele andere Regime im Mittleren Osten hat auch der saudische König Abdulla in den ölfördernden Provinzen im Osten seines Königreichs mit Aufständen zu kämpfen. Diese Unruhen zwangen König Abdulla zuletzt sogar, zusätzliche 90 Mrd. USD in Sozialleistungen zu investieren, um die Tumulte so zu beruhigen. Deshalb hat Saudi Arabien ein Interesse an einem auch weiterhin hohen Ölpreis, um so die höheren Staatsausgaben zu finanzieren. Dadurch wiederum könnte aber eine Anhebung der Fördermenge verhindert werden. Die Futures-Kurve des Ölpreises zeigt jedoch, dass der Markt zurzeit nicht davon ausgeht, dass der Ölpreis seinen Aufwärtstrend in den nächsten Jahren fortsetzen wird. Obwohl die Preise in den kommenden Monaten durchaus noch etwas zulegen könnten (was unseren Investments im Energiesektor zugute kommen würde), gibt es nach wie vor Überschusskapazitäten. Aus diesem Grund betrachten wir den Anstieg der Ölpreise für

die Konjunkturerholung oder im Hinblick auf die weltweit wieder anziehenden Märkte nicht als ernste Bedrohung.

## Finanzwerte

Wie wir bereits erläutert haben, liegen die Zinsdifferenzen von Unternehmensanleihen inzwischen wieder in etwa auf ihrem Niveau von vor der Krise. Obwohl die Fundamentaldaten der Unternehmen nach wie vor solide sind, wird der Industriesektor im Rahmen des Index für Anleihen mit erstklassiger Bonität (Investment Grade) momentan jedoch lediglich leicht über dem Vorkrisenniveau gehandelt. Deshalb macht das Risiko-/Ertragsprofil vieler Industriefinanzanleihen derzeit einen ungünstigen Eindruck, weil diese Papiere aufgrund der engen Zinsdifferenzen bei einer Rallye ein nur noch begrenztes Aufwärtspotenzial aufweisen. Während viele Nicht-Finanzanleihen mit Investmentstatus zurzeit fair bewertet zu sein scheinen, identifizieren wir bei Finanzpapieren, die zu deutlich höheren Zinsdifferenzen gehandelt werden als Industriefinanzanleihen (siehe Grafik 3), aber nach wie vor Anlagechancen.

**Grafik 3: Zinsdifferenzen von Finanz- und Industriefinanzanleihen**



Quellen: Bloomberg und BofA Merrill Lynch

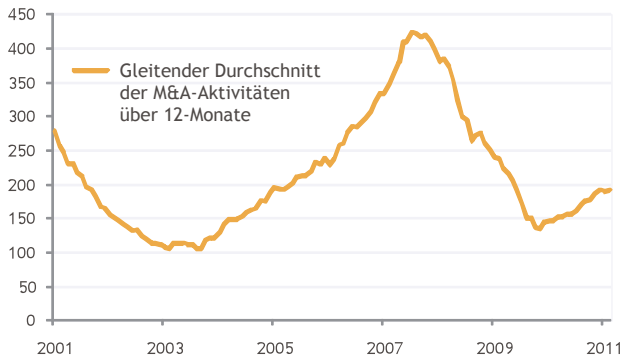
Da wir bei Finanztiteln nach wie vor Anlagechancen herausfiltern, sind wir in diesem Sektor übergewichtet. Dies gilt insbesondere für den Investment Grade Value Bonds Fund, aber auch für den High Yield Value Bonds Fund. Derweil beobachten wir, dass die Banken frisches Kapital aufnehmen, um ihren Kapitalbedarf zu decken, welcher

durch die neuen Kapitaldeckungsvorgaben entstanden ist. Dabei entscheiden sich die Banken zunehmend für die Emission von Aktien. Diese Entwicklung bedeutet, dass unsere Engagements in Finanzanleihen immer risikoärmer werden.

## M&A-Aktivitäten

Auch bei den Unternehmen ist die Konjunkturerholung inzwischen eindeutig angekommen, und die Firmenbilanzen sind in einem guten Zustand. Viele Unternehmen sind derzeit lediglich gering verschuldet oder haben ihre Schuldenziele erreicht. Andere wiederum halten sogar beträchtliche Barreserven. Deshalb wird der Druck auf die Firmen, diese Liquidität auch sinnvoll einzusetzen, steigen. Unternehmen mit hohen Ratings können Kredite aufnehmen, während es gleichzeitig immer noch viele preiswerte Firmen gibt, die für Übernahmen in Frage kommen. Deshalb wird auch die Bereitschaft von Unternehmen mit entsprechenden Finanzmitteln, Übernahmechancen zu nutzen, steigen. Von diesem Thema Unternehmensübernahmen und -fusionen haben wir bereits in der Vergangenheit öfter profitiert, und wir vertreten die Auffassung, dass uns als Value-Investoren die M&A-Aktivitäten auch in Zukunft zugute kommen werden. Wir gehen jedoch nicht nur wegen des Schuldenabbaus auf Bilanzenebene von nun wieder intensiveren M&A-Aktivitäten aus, sondern auch deshalb, weil die Unternehmen solche Maßnahmen aufgrund der Globalisierung schlicht ergreifen müssen – und zwar entweder, um durch eine Ausweitung ihrer Produktpalette bzw. durch eine geografische Expansion zu wachsen, oder aber um angesichts der Probleme auf der Einnahmenseite eine Konsolidierung auf Branchenebene bzw. Kostensynergien zu erreichen. Der Kapitalbedarf sowie die aufsichtsrechtlichen Anforderungen an Banken zählen ebenso zu den Sonderfaktoren, welche M&A-Aktivitäten anregen werden wie etwa Verschiebungen bei technologischen Trends in der Industrie. Grafik 4 zeigt, dass sich die M&A-Aktivitäten im letzten Jahr bereits intensiviert haben.

**Grafik 4: Die weltweit angekündigten M&A-Transaktionen**



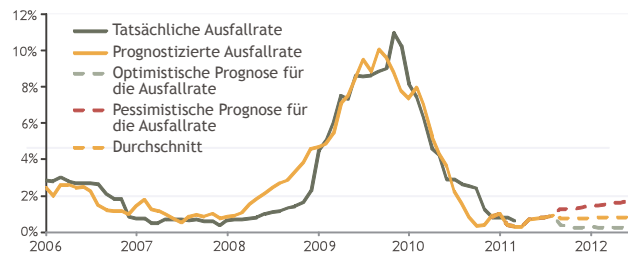
Quelle: Bloomberg

Die M&A-Aktivitäten können uns als Anlegern diverse Chancen und Vorteile bieten. Im Rahmen unseres Investmentprozesses konzentrieren wir uns stark auf die so genannten Covenants, und zwar insbesondere auf Vereinbarungen im Falle einer Änderung der Kontrollverhältnisse bei einer Anleihe. Falls wir also feststellen, dass eine Übernahme in zu hohem Maße mit Fremdkapital finanziert wird, haben wir die Möglichkeit, die von uns gehaltenen Anleihen an das entsprechende Unternehmen zurückzugeben. Wenn die Firma, in die wir investiert haben, jedoch von einem größeren Unternehmen übernommen wird, werden auch das Rating sowie der Kurs unserer Position steigen. Anstatt dann von unserer „Chance-of-Control“-Option Gebrauch zu machen und die Anleihe etwa zum Nennwert zu verkaufen, profitieren wir in diesem Fall von einem Rückgang der Zinsdifferenzen und einem Anstieg des Anleihenkurses über den Nennwert hinaus. Als Value-Investoren engagieren wir uns in kleineren Unternehmen mit hochwertigen Vermögenswerten und geringer Verschuldung. Und das ist genau jene Art von Unternehmen, die zu Übernahmezielen werden.

### Die Ausfallrate wird wohl stabil bleiben

Die derzeit soliden Bilanzen spiegeln sich auch in unserem Modell für die Ausfallrate bei Unternehmensanleihen wider, das wir bereits in diversen früheren Berichten vorgestellt haben. Dieses Modell prognostiziert nach wie vor eine sehr niedrige Ausfallrate. Das bedeutet, dass das Risiko eines Ausfalls momentan sehr gering ist. Nichtsdestotrotz halten wir an unserer Strategie, nur in Firmen mit einem im Vergleich zum Eigenkapital niedrigen Verschuldungsgrad zu investieren, fest.

**Grafik 5: Das Sparinvest Value Bonds-Ausfallraten-Modell**



Quellen: Sparinvest, JP Morgan

Das Modell sagt eine zukünftig niedrige Ausfallrate voraus. Dieser Umstand ist auf das derzeit positive Unternehmensumfeld zurückzuführen. Die Firmen verfügen momentan über einen leichten Zugang zu Krediten, und die Finanzierungslücke ist im Hinblick auf den Cashflow sehr überschaubar.

Insgesamt sind wir mit den Übergewichtungen unserer Fonds in den Branchen Finanzen und Energie zufrieden. Darüber hinaus gehen wir davon aus, dass diese Sektoren die überdurchschnittliche Tendenz unserer Fonds auf kurze Sicht weiter bestimmen werden. Gleichzeitig erwarten wir, dass wir von den M&A-Aktivitäten auch weiterhin profitieren werden.

Ausführliche Wertentwicklungsdaten sowie wichtige Kennzahlen (z.B. die effektive Rendite und die Duration) finden Sie in den einzelnen Fonds-Updates, die unsere Portfoliomanager für jeden Fonds der Sparinvest Value Bonds-Produktpalette erstellt haben.

### **Klaus Blaabjerg**

Lead Portfolio Manager

11. April 2011

## 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.