

High Yield Value Bonds

Informationen für Anleger

Q1/07

**Instabilität am zweitklassigen
amerikanischen Kreditmarkt**

**Die beste Wertentwicklung
im Quartal und für 2006
wurde bei niedrigster
Bonitätseinstufung erreicht**

Sehr geehrte Anlegerin, sehr geehrter Anleger,

im ersten Quartal verhielten sich die Finanzmärkte positiv. Bis Ende Februar legten Aktien und Anleihen zwar ordentlich zu, doch Besorgnisse um das amerikanische Wirtschaftswachstum veranlassten die internationalen Aktienmärkte etwas nachzugeben. Die Ursache hierfür waren der zweitklassige amerikanische Kreditmarkt sowie zahlreiche schwächer als erwartet ausfallende amerikanische Konjunkturindikatoren. Als zweitklassiger amerikanischer Markt wird der Kreditmarkt bezeichnet, an dem Finanzinstitute Privathaushalten mit niedrigster Bonitätseinstufung Hypotheken gewähren. Manche zweitklassigen Kredite wiesen eine Beleihungsquote von 100 % und zunächst sehr niedrige variable Zinsen auf. Anfang 2007 stand ein Großteil der Finanzinstitute, die zweitklassige Kredite anboten, kurz vor der Zahlungsunfähigkeit oder waren bereits insolvent geworden, weil die Kreditnehmer ihren Hypothekenzahlungen nicht nachgekommen waren.

Verglichen mit dem gesamten amerikanischen Wohnungsmarkt ist der zweitklassige Markt jedoch relativ klein, so dass die amerikanische Wirtschaft aller Wahrscheinlichkeit nach in der Lage sein dürfte dieses Problem abzuschütteln. Von Bedeutung ist auch, dass sich die problematischen Ausleihungen auf Hauskäufe in den Jahren 2005 und 2006 beziehen, als die Nachfrage am amerikanischen Wohnungsmarkt ihren Höchststand erreichte. Bisher bestehen keine Probleme im Zusammenhang mit Krediten, die vor 2005 ausgegeben wurden, da diese auf Häuser gewährt wurden, die bereits eine bedeutende Wertsteigerung und damit auch eine Steigerung des freien Gebäudewertes erfahren haben, trotz etwaiger hoher Beleihungsquoten.

Für die Zukunft lassen die gesamtwirtschaftlichen Indikatoren ein anhaltendes Wachstum erkennen, doch im Gegensatz zu früher sind der Hauptmotor nicht mehr die USA, sondern vielmehr Asien und Europa. In Europa ist positiv festzustellen, dass sich die in Deutschland getroffenen Maßnahmen zur Ankurbelung der Wettbewerbsfähigkeit des Landes auszuzahlen scheinen. Deutsche Unternehmen melden weiterhin Ertragssteigerungen und positive Trends in ihren Auftragsbüchern, was sich in niedrigerer Arbeitslosigkeit und größerem Optimismus bei den deutschen Privathaushalten niederschlägt.

Wie bereits 2006 waren am Markt für Unternehmensanleihen die mit CCC eingestuften Anleihen einmal mehr die Kategorie mit der besten Wertentwicklung. Im ersten Quartal 2007 betrug die Rendite der mit CCC eingestuften Anleihen 4,24 % – die doppelte Rendite des MSCI World Global Equity Index.

Wertentwicklung - Ausgewählte Märkte			
In Landeswährung	Q1 2007	2007	2006
Merrill Lynch Global High Yield	2,17 %	2,17 %	9,18 %
Merrill Lynch Global High Yield BB	1,82 %	1,82 %	9,43 %
Merrill Lynch Global High Yield B	2,63 %	2,63 %	11,02 %
Merrill Lynch Global High Yield CCC	4,24 %	4,24 %	17,77 %
Merrill Lynch Global Investment Grade	1,08 %	1,08 %	4,85 %
JP Morgan Emerging Markets	2,29 %	2,29 %	10,75 %
JP Morgan Europe Govt. Bonds	-0,17 %	-0,17 %	1,80 %
MSCI World	2,11 %	2,11 %	11,23 %

Für das verbleibende Jahr 2007 rechnen wir mit einer Fortsetzung der positiven Stimmung bei vergleichsweise wenig Insolvenzen. Trotzdem könnten ein geringfügig schwächeres globales Wachstum und eine allgemein stärkere Konzentrierung der Unternehmen darauf, die Aktionäre zufriedenzustellen, auf eine zunehmende Anzahl von Insolvenzen hindeuten. Diesbezüglich stellt die Konzentration auf die Aktionäre den größten Risikofaktor dar. Unternehmen, die Aktien in bar zurückkaufen, tragen zur aktiven Erhöhung ihres Insolvenzrisikos bei. ■

Renditen des Portfolios

Im ersten Quartal erzielte der Fonds eine Rendite von 1,67 %. Im Vergleich dazu erbrachte der Referenzindex, Merrill Lynch Global High Yield, eine Rendite von 2,17 %.

Wertentwicklung - Fonds vs. Referenzindex		
	Q1 2007	2007
Sparinvest High Yield Value Bonds	1,67 %	1,67 %
Referenzindex (in EUR abgesichert)	2,17 %	2,17 %

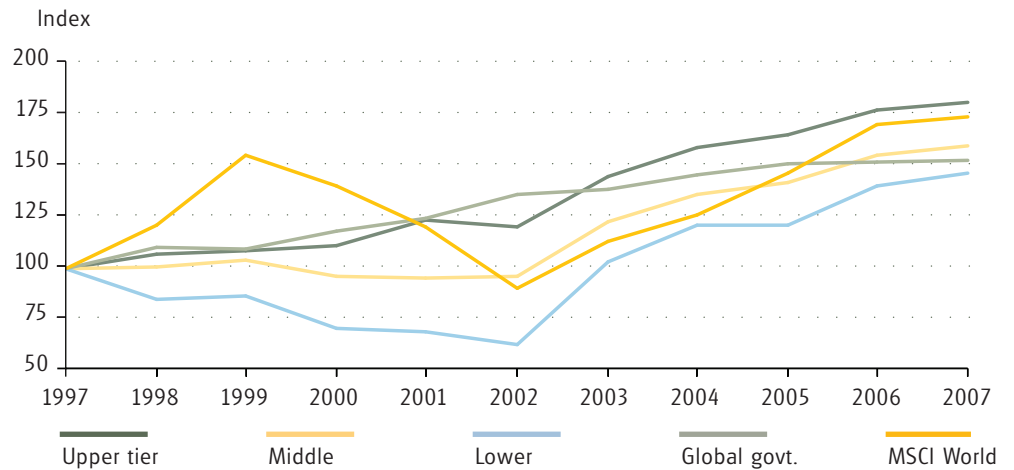
Die höhere Rendite des Referenzindex erklärt sich hauptsächlich aus den sehr hohen Renditen durch die Kategorie CCC sowie die hohe Gewichtung von GM und Ford in den Indizes. Der Fonds hält weiterhin keine GM- bzw. Ford-Anleihen. Ganz offensichtlich befindet sich Ford derzeit angesichts rückläufiger Absätze und eines daraus resultierenden Produktionsrückgangs in ernsthaften Schwierigkeiten. Die Tatsache, dass Ford-Anleihen ungeachtet dessen gut abgeschnitten haben, ist hauptsächlich auf Gerüchte einer etwaigen Zusammenarbeit mit dem japanischen Automobilhersteller Toyota zurückzuführen, der über eine hohe Bonitätseinstufung verfügt.

Langfristig sind wir davon überzeugt, dass unsere Strategie der Auswahl von Unternehmen mit relativ niedrigem Risiko, gemessen am Verschuldungsgrad, die attraktivsten risikobereinigten Renditen erbringen wird. Unternehmen mit einem relativ niedrigen Verschuldungsgrad weisen normalerweise eine höhere Bonitätseinstufung auf als solche mit höherer Verschuldung.

Aus der folgenden Tabelle geht hervor, dass die „Bonitätseinstufung im oberen Bereich“ die Vermögenskategorie ist, die in der letzten 10 Jahres-Periode – in die eine Rezession mit anschließendem Konjunkturaufschwung fiel – am besten abgeschnitten hat.

**Anhaltende Konzentration auf
Unternehmen mit niedrigem
Verschuldungsgrad**

Marktpformance



Das gilt auch über längere Zeitspannen hinweg. Der Grund dafür liegt darin, dass die Kapitalanleger – langfristig – nicht ausreichend für das Risiko entschädigt werden, das sie mit dem Kauf von Unternehmensanleihen mit der niedrigsten Bonitätseinstufung eingehen.

Statistische Daten zum Portfolio

Die Effektivverzinsung des Fonds liegt mit 7,8 % um 0,4 % höher als die des Referenzindex. Der Fonds weist eine geringfügig höhere Renditeempfindlichkeit als der Referenzindex und eine durchschnittlich bessere Bonitätseinstufung auf.

Gemessen an Schlüsselzahlen
bleibt das Portfolio
wirtschaftlich

Portfoliokennzahlen - High Yield Value Bonds

	Fonds	Referenzindex
Dauer	4,64	4,36
Rendite	7,8 %	7,4 %
Einstufung	BB-	B+
Anzahl Anleihen	106	2045

Neben den Bonitätseinstufungen zeigen auch die grundlegenden finanziellen Schlüsselzahlen, dass sich der Fonds generell auf solidere Unternehmen als der Referenzindex konzentriert. Aus nachstehender Tabelle geht hervor, dass die Unternehmen des Fonds durchschnittlich ein Verhältnis von Nettoverschuldung zu Eigenkapital (NDE) in Höhe von 86,91 % aufweisen – beim Referenzindex sind es 420,04 %. Unter Berücksichtigung der Zinsdeckung (Verhältnis von Gewinn zu Zinsaufwand) ergibt sich, dass die Unternehmen des Fonds durchschnittlich Gewinne aufweisen, die 4,43-mal höher ausfallen als ihr Zinsaufwand. Für die Unternehmen des Referenzindex ist der Faktor lediglich 2,92. Zusammengefasst lassen die Kombination aus Bonitätseinstufung, Verschuldungsgrad und der Fähigkeit des Unternehmens, seine Schulden zu bedienen, erkennen, dass die Unternehmen des Fonds durchschnittlich solider als der Markt generell sind.

Der Fonds investiert ferner nach den klassischen Value-Parametern, d. h. in kleine Unternehmen, die gemessen an ihrem Kurs-Buchwert-Verhältnis (P/B) preiswerter bewertet werden.

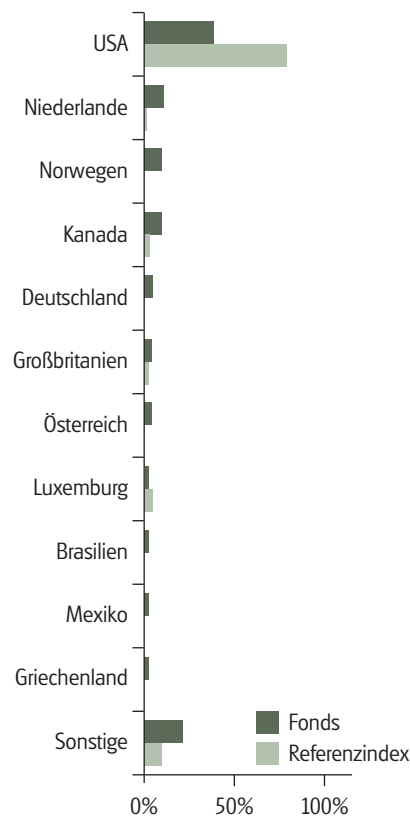
High Yield Value Bonds Informationen für Anleger

Portfoliokennzahlen - High Yield Value Bonds		
Finanzwerte	Fonds	Referenzindex
Börsenkapitalisierung (Mrd. \$)	5.178	6.993
NDE	86,91	424,04
P/B	2,29	5,18
Zinsdeckung	4,43	2,92

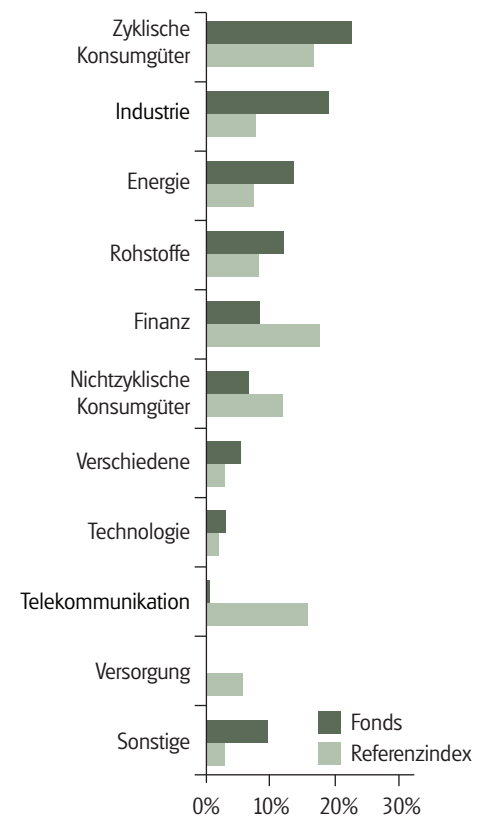
**Der Fonds ist in den USA unter-,
und in Europa übergewichtet**

Die Strukturierung des Fonds nach Ländern und Sektoren geht aus der nachstehenden Abbildung hervor. Der Fonds bleibt in den USA unter-, und in Europa übergewichtet. Im Grundstoff-, Energie- und im Industriesektor sowie bei zyklischen Konsumgütern ist der Fonds relativ hoch engagiert. Bei Telekommunikation, nichtzyklischen Konsumgütern, Finanz- und Versorgungswerten ist er im Vergleich zum Referenzindex untergewichtet.

Geografische Aufteilung



Branchenaufteilung



Die größten Positionen des Fonds sind weiterhin Ineos und Linde AG, gefolgt von einem weiteren deutschen Unternehmen, TUI AG, einem Mischkonzern mit einem Tourismus- und einem Schifffahrts-Unternehmensbereich. TUI unterzieht sich derzeit einem umfassenden Programm zum Schuldenabbau und zur Rationalisierung der betrieblichen Prozesse. Wegen seiner Konzentration auf den Schuldenabbau hat sich das Unternehmen dafür entschieden, keine Dividenden auszuschütten.

Sinvest ist ein norwegisches Unternehmen, das in der Erdöl- und Erdgasbranche tätig ist. Sinvest unterstützt große Erdölunternehmen wie Shell bei der Suche nach Öl. Dieser Markt erfährt derzeit eine überaus positive Entwicklung, da die Reserven der großen Ölfirmen ständig zurückgehen und sie deshalb neue Felder erschließen müssen. Auf der Angebotsseite ist bemerkenswert, dass seit den 1980er Jahren nur begrenzt in neue Bohrtürme investiert wurde. ■

Größte Positionen - High Yield Value Bonds

Unternehmen	Land	Sektor	Anteil
Ineos Group 7,875% 06-16 Reg.	Deutschland	Grundstoffe	3,6 %
Linde Fin. 7,375% (Tv) 06-14.766	Niederlande	Grundstoffe	3,6 %
Tui Ag 8,625% (Tv) 05-Perp.	Deutschland	Verbrauchsgüter	3,1 %
Nxp 8,625% 06-15.10.15 Reg-S	Niederlande	Verbrauchsgüter	2,7 %
Chesapeake 6,25% 06-15.1.2017	USA	Energie	2,6 %
Agco 6,875% 04-15.4.14	USA	Industrie	2,1 %
Sinvest 9,5% 05-22.12.09	Norwegen	Energie	2,0 %
Htm Sport&Freiz. 8,5% 04-14 Reg.	Österreich	Verbrauchsgüter	2,0 %
Aker 8% 05-2.03.12	Norwegen	Energie	2,0 %
O Charleys 9% 04-01.11.13	USA	Verbrauchsgüter	1,9 %

Neue Bestände im Portfolio

Transaktionen im Portfolio

Zu Beginn des Jahres 2007 verfügte der Fonds infolge von Zeichnungen über ausreichende liquide Mittel. Diese wurden in mehrere neue Unternehmen investiert:

Freescale semiconductor Inc.

Freescale ist ein führender Hersteller von Produkten für Funknetze, Mobiltelefone und elektronische Pkw-Bauteile. Die Geschäftstätigkeit ist durch solide Kundenbeziehungen und hohe Marktzutrittsbarrieren für Konkurrenten gekennzeichnet. In den letzten Jahren stellte die Geschäftsführung von Freescale auch ihre Fähigkeit unter Beweis, die Gewinnspannen und die Liquiditätsversorgung zu verbessern und so die Schulden abzubauen zu können. Freescale ist eine in Privatbesitz befindliche Gesellschaft, doch im Gegensatz zu vielen anderen Personengesellschaften am Markt für hochverzinsliche Anleihen kann sich das Unternehmen einer hohen Kapitalisierung rühmen.

Avatec Technologies

Auch Avatec Technologies ist ein Unternehmen der Hochtechnologie. In den ersten 40 Jahren seines Bestehens gehörte Avatec zu Hewlett-Packard. 2005 wurde das Unternehmen von den Beteiligungsgesellschaften KKR und Silver Lake Partners übernommen. Unter den neuen Eigentümern modernisierte und rationalisierte Avatec seine Geschäftstätigkeit. Im Verlauf dieses Prozesses wurden drei Geschäftsbereiche abgestoßen.

Allis-Chalmers Energy

Allis ist ein relativ kleines amerikanisches Unternehmen, das seit 1913 besteht. Das Unternehmen ist in der Erdöl- und Erdgasbranche tätig. Seine Erträge sind verknüpft mit der Erschließung neuer Erdöl- und Erdgasfelder durch große amerikanische Erdölunternehmen. Diese Erschließung wird derzeit verstärkt betrieben, was sich in den Auftragsbüchern von Allis niederschlägt.

Broadview Networks

Broadview Networks ist ein integrierter Anbieter für Kommunikationslösungen mit Sitz in New York. Zu seinen 70.000 Kunden gehören kleine und mittlere Unternehmen. Die Mehrzahl der Broadview-Verträge laufen über mehrere Jahre, was zu einer stabilen Liquiditätsversorgung beiträgt, die dem Unternehmen den Schuldenabbau ermöglicht.

Mit besten Grüßen

Sparinvest Holding A/S
Klaus Blaabjerg
20. April 2006

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.