

## High Yield Value Bonds

Informationen für Anleger

Q2/07

Anziehende amerikanische  
Industrieproduktion

Anhaltende Instabilität  
am zweitklassigen  
amerikanischen  
Kreditmarkt

### Markttendenzen

#### Sehr geehrte Anlegerin, sehr geehrter Anleger,

vor dem Hintergrund von Anzeichen einer anziehenden amerikanischen Industrieproduktion und einer anhaltenden sehr hohen Wirtschaftstätigkeit in Europa und in der restlichen Welt legten im zweiten Quartal die Aktienkurse und Zinsen zu. Als Ergebnis der anziehenden amerikanischen Industrieproduktion rechnen die Rentenmärkte nicht mehr mit einer Zinssenkung der Federal Reserve in der zweiten Jahreshälfte 2007. Zusammen mit positiven Indikatoren für das amerikanische Wachstum scheint sich auch die amerikanische Inflation stabilisiert zu haben. Historisch gesehen hat die Kombination von hohen Wachstumsraten und begrenzter Inflation zu positiven Renditen bei Aktien und Unternehmensanleihen geführt. ■

Ganz so rosig fällt das Bild jedoch nicht aus. Die Probleme im amerikanischen Wohnungsmarkt stellen für ein anhaltendes Wachstum in den Vereinigten Staaten und infolgedessen auch weltweit eine reale Bedrohung dar. Der amerikanische Wohnungsmarkt ist derzeit außerordentlich unausgeglichen, wie aus einem massiven Überangebot an Wohnimmobilien zum Ausdruck kommt. Der Weg zu einem stabilen amerikanischen Wohnungsmarkt ist möglicherweise sehr schwierig und führt über eine niedrigere Bautätigkeit und steigende Arbeitslosigkeit. So ist bereits in den amerikanischen Bundesstaaten mit dem größten Engagement im Wohnungsbausektor – Kalifornien, Florida, Arizona und Nevada (die sogenannten „Sonnengürtel-Staaten“) eine zunehmende Arbeitslosigkeit festzustellen. Unglücklicherweise wird der Stabilisierungsprozess durch Probleme im zweitklassigen Kreditmarkt<sup>1</sup> erschwert, in dem die Anzahl notleidender Kredite weiterhin hoch ist, und durch anziehende Renditen langfristiger Anleihen, die die Wohnungsbaukosten für Käufer mit zinsgebundenen Krediten nach oben treiben. Die Probleme am zweitklassigen Markt haben Haushalte mit der niedrigsten Bonitätseinstufung daran gehindert, Häuser zu kaufen, weil die Finanzinstitute ihre Kreditgewährung verschärft haben. Daher gibt es derzeit geringfügig weniger Käufer am Wohnungsmarkt.

Infolgedessen lautet die Schlussfolgerung, dass die amerikanische Wirtschaft zurzeit eine Art „Grabenkrieg“ zwischen den verschiedenen Wirtschaftssektoren mit dem Bausektor einerseits und „anderen Sektoren“ andererseits erlebt. Bisher scheinen die „anderen Sektoren“ dem Druck widerstehen zu können. Dies beruht auf der Vermutung, dass die Hauspreise und Aktienkurse nicht bedeutend nachgeben. Falls dies jedoch eintritt, werden die Ersparnisse der Privathaushalte unter Druck geraten, was wahrscheinlich zu einem

<sup>1</sup> Als zweitklassiger amerikanischer Markt wird der Kreditmarkt bezeichnet, an dem Finanzinstitute Privathaushalten mit niedrigster Bonitätseinstufung Hypotheken gewähren. Manche zweitklassige 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 war bereits insolvent geworden, weil die Kreditnehmer ihre Hypotheken nicht bezahlt hatten.

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 gibt es keine Probleme im Zusammenhang mit Krediten, die vor 2005 ausgegeben wurden, da diese auf Häuser gewährt wurden, die trotz etwaiger hoher Beleihungsquoten bereits eine bedeutende Wertsteigerung und damit auch eine Steigerung des freien Gebäudewertes erfahren haben.

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

niedrigeren Konsum und zu schwächerem Wachstum führt. Die Konsumkomponente wirkt sich massiv auf das amerikanische BIP aus.

Außerhalb der Vereinigten Staaten bleiben die Volkswirtschaften stark. Die Auftragsbücher deutscher Unternehmen sind gefüllt, und die deutsche Arbeitslosigkeit ist rückläufig. In Fernost, insbesondere in China, zieht das Wachstum weiterhin an, obwohl die chinesischen Behörden versucht haben, einen Teil des spekulativen Wachstums durch geldpolitische Maßnahmen einzudämmen. Die größte Bedrohung für das Wachstum in Europa und Asien kommt jedoch von außen, nämlich von den amerikanischen Verbrauchern. Falls deren Kaufkraft nachlässt, wird das Wachstum in Asien und Europa die Auswirkungen davon zu spüren bekommen. ■

Wie bereits im Jahr 2006 und im ersten Quartal waren auch im zweiten Quartal die mit CCC eingestuften Anleihen einmal mehr die Kategorie mit der besten Wertentwicklung am Markt für Unternehmensanleihen. Im zweiten Quartal 2007 betrug die Rendite der mit CCC eingestuften Anleihen knapp über 1%. Für das laufende Jahr betrug die Rendite der mit CCC eingestuften Anleihen 4,96% – mehr als die doppelte Rendite des gesamten Markts für hochverzinsliche Anleihen.

### Wertentwicklung - Ausgewählte Märkte

In Landeswährung	Q2 2007	2007
Merrill Lynch Global High Yield	-0,01%	2,17%
Merrill Lynch Global High Yield BB	-0,64%	0,79%
Merrill Lynch Global High Yield B	0,21%	2,47%
Merrill Lynch Global High Yield CCC	1,06%	4,96%
Merrill Lynch Global Investment Grade	-1,18%	-0,33%
Merrill Lynch Global Government Bonds	-1,03%	-0,30%
MSCI World	4,84%	6,41%

Im Vergleich zu der negativen Rendite von 0,3% bei internationalen Staatsanleihen bedeutet 2,17% eine gute Rendite am Markt für hochverzinsliche Anleihen, obwohl die Differenz Mitte Juni etwas größer ausfiel. Doch die letzten Tage des Juni und die ersten Tage des Juli waren durch steigende Kreditprämien gekennzeichnet, was zu Beginn des dritten Quartals bei Unternehmensanleihen zu negativen Renditen führte. Für die Anleger ergeben sich daraus zwei Fragen: Wodurch zogen die Kreditprämien an, und was ist für die Zukunft zu erwarten? ■

### Wodurch zogen die Kreditprämien an?

Die Erweiterung des Aufschlags auf den Kreditzins war auf eine Kombination von zwei Umständen zurückzuführen. Zunächst erkannten die großen Investmentbanken nach Berichten über beträchtliche Verluste bei zwei Hedge Fonds von Bear Stearns eine bedeutende Risikoverringering. Die beiden Hedge Fonds von Bear Stearns verloren große Geldbeträge in hochgradig fremdfinanzierten Investitionen bei den problembehafteten zweitklassigen Krediten. Die Lage gleicht derjenigen bei den Problemen im Zusammenhang mit LTCM, einem der bekanntesten Hedge Fonds in der Geschichte der Finanzmärkte, als er 1998 im Anschluss an die Russland-Krise aufgrund akuten Geldmangels in den Finanzsystemen zusammenbrach.

**Wie verhält sich der  
internationale  
Kreditmarkt?**

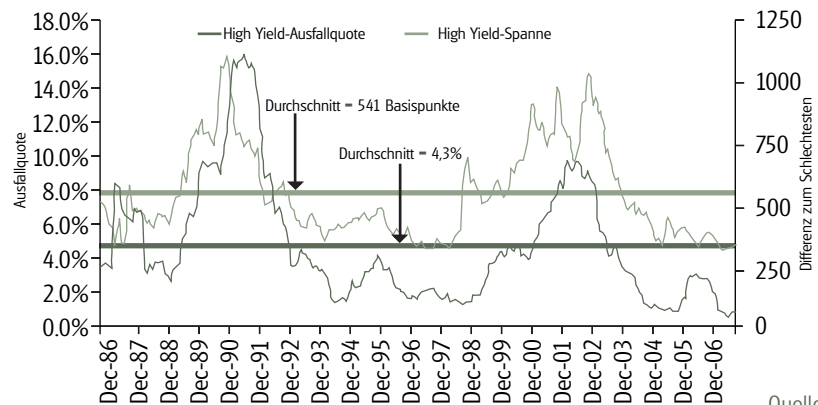
Zweitens trat am Kreditmarkt kürzlich eine große Zahl von Unternehmen auf, die sich nach der Übernahme durch Beteiligungsgesellschaften um eine Finanzierung in Form von Unternehmensanleihen bemühen. Dadurch geriet das Gleichgewicht am Kreditmarkt kurzfristig durcheinander. ■

### Was ist für die Zukunft zu erwarten?

Zunächst ist festzustellen, dass es trotz eines positiven Aktienmarktes eine Erweiterung der Risikoprämien gab. Die Kreditprämien haben somit nicht aufgrund unzureichender Jahresabschlüsse oder makroökonomischer Kennzahlen, die auf eine Rezession hindeuten, angezogen.

Beim Vergleich der Zahl der Konkurse mit der Kreditprämie am High Yield Markt lassen sich derzeit keine Hinweise dafür erkennen, dass die Kreditprämien (bei Annahme einer gleichbleibenden Ausschüttung an die Gläubiger bei Konkurs) erheblich anziehen werden <sup>2</sup>, wie aus der folgenden Abbildung hervorgeht:

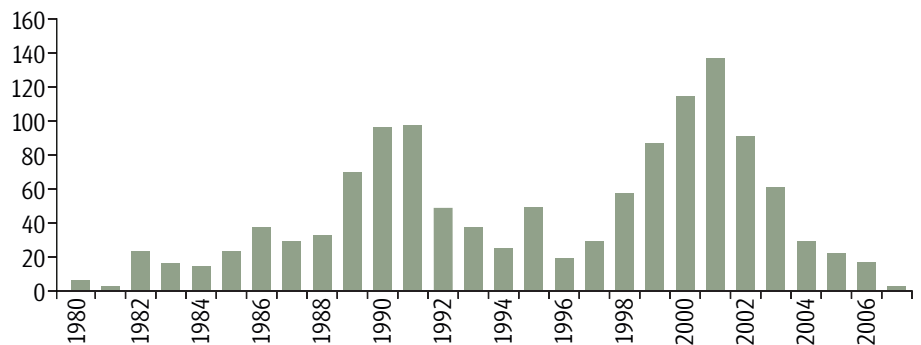
**Anzahl der Konkurse im Verhältnis zur Kreditprämie am High Yield Markt von 1986 bis erste Jahreshälfte 2007**



Quelle: Moody's

Tatsächlich befand sich die Anzahl der Konkurse zu Ende des zweiten Quartals auf einem historischen Tiefstand:

**Anzahl der internationalen Konkurse 1980 bis erste Jahreshälfte 2007**

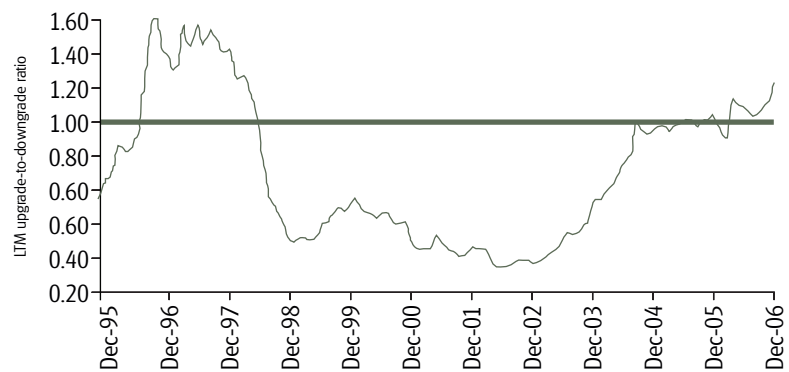


Quelle: Moody's

<sup>2</sup> Die Kreditprämie stellt den Ausgleich für Verluste bei Anlagen in Unternehmensanleihen dar. Der potenzielle Verlust richtet sich nach der Konkurswahrscheinlichkeit und der Ausschüttung an die Gläubiger. Diese Ausschüttung beträgt normalerweise 40% der Kapitalsumme.

Zukunftsorientierte Kreditmarktindikatoren deuten nicht auf einen drastischen und plötzlichen Anstieg bei der Zahl von Konkursen hin. Aus nachstehender Abbildung geht das Verhältnis der Anzahl von Unternehmen, deren Bonitätseinstufung höhergestuft wurde, zu den Unternehmen hervor, deren Bonitätseinstufung herabgestuft wurde. Das Verhältnis von Höherstufung zu Herabstufung lag Ende Juni bei über 1. Dies bedeutet, dass derzeit mehr Unternehmen höhergestuft als herabgestuft werden. Außerdem geht aus der Abbildung hervor, dass dieses Verhältnis einige Jahre vor dem jüngsten Abschwung am Kreditmarkt auf etwa 0,5 fiel. Somit befinden wir uns derzeit im „sicheren“ Bereich. ■

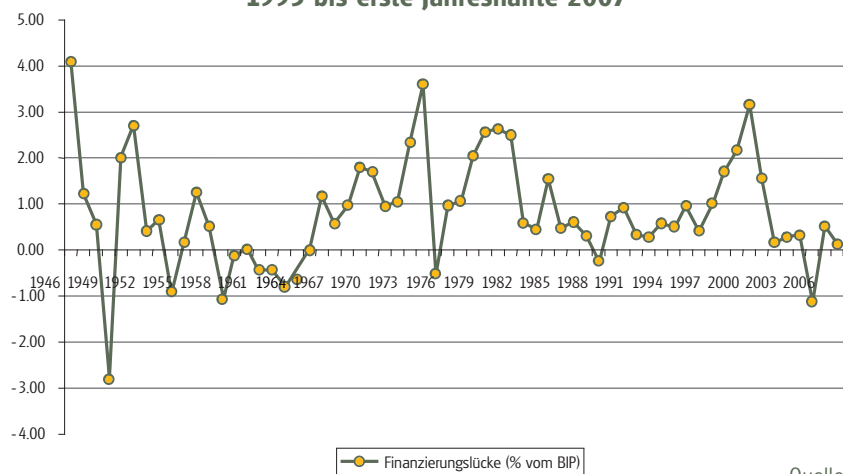
### Höherstufungen im Verhältnis zu Herabstufungen 1995 bis erste Jahreshälfte 2007



Quelle: Moody's

Die Federal Reserve gibt vierteljährlich Kapitalflussberichte heraus. Dieser Bericht richtet sich – u. a. – nach der sogenannten Finanzierungslücke, mit der die Rücklagen aller amerikanischen Nichtbank-Unternehmen gemessen werden. Aus den Kapitalflussberichten geht hervor, dass die amerikanischen Unternehmen derzeit sehr ausgeglichen sind. Dies war 1999 und 2000 nicht der Fall, als die Unternehmen weit über ihren Möglichkeiten investierten, was zu einer nachfolgenden Konkurswelle führte.

### Höherstufungen im Verhältnis zu Herabstufungen 1995 bis erste Jahreshälfte 2007



Quelle: Moody's

Infolgedessen gibt momentan für Investoren in Unternehmensanleihen keinen Grund zur Panik, insbesondere dann nicht, wenn sie in Unternehmen mit einem niedrigen NDE-Verhältnis investiert sind. Für das laufende Jahr und 2008 werden keine Änderungen erwartet. ■

Gemessen an Schlüsselzahlen  
bleibt das Portfolio  
wirtschaftlich

Netto-Verschuldungsgrad im  
2. Quartal verringert

### Renditen des Portfolios

Im 2. Quartal erzielte der Fonds eine Rendite von 0,71%. Im Vergleich dazu erbrachte der Referenzindex, Merrill Lynch Global High Yield, eine Rendite von -0,01%. Zu Ende des 2. Quartals erbrachte der Fonds eine Rendite von 2,41% gegenüber 2,17% für den Referenzindex.

Wertentwicklung - Fonds vs. Referenzindex		
	Q2 2007	2007
<b>Sparinvest High Yield Value Bonds</b>	<b>0,71%</b>	<b>2,41%</b>
Referenzindex (in EUR abgesichert)	-0,01%	2,17%

Die höhere Rendite des Fonds erklärt sich weitgehend aus dessen Engagement bei norwegischen Unternehmen der Öl- und Gasindustrie. ■

### Statistische Daten zum Portfolio

Mit 8,8% liegt die Effektivverzinsung des Fonds um 1% höher als die des Referenzindex. Bei gleicher durchschnittlicher Bonitätseinstufung weist der Fonds eine geringfügig höhere Renditeempfindlichkeit auf als der Referenzindex. Allerdings ist der Fonds bei CCC eingestuft. Krediten weiterhin untergewichtet.

Portfoliokennzahlen - High Yield Value Bonds		
	Fonds	Referenzindex
Dauer	4,79	4,50
Rendite	8,8%	7,8%
Einstufung	B+	B+
Anzahl Anleihen	118	2057

Ein Blick auf die grundlegenden finanziellen Schlüsselzahlen zeigt, 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 72% aufweisen, was gegenüber von 86,91% im letzten Quartal eine Verringerung darstellt. Für den Referenzindex lautet diese Zahl 424% und ist gegenüber dem letzten Quartal unverändert. Unter Berücksichtigung der Zinsdeckung (Verhältnis von Gewinn zu Zinsaufwand) ergibt sich, dass die Unternehmen des Fonds durchschnittlich Gewinne aufweisen, die 4,44 mal höher ausfallen als ihr Zinsaufwand. Für die Unternehmen des Referenzindex lautet diese Zahl lediglich 2,9. Insgesamt gesehen lassen die Bonitätseinstufung, der Verschuldungsgrad und das Verhältnis von Gewinn zu Zinsaufwand der Unternehmen deshalb erkennen, dass die Unternehmen des Fonds durchschnittlicher solider als der Markt generell sind.

Ferner investiert der Fonds nach den klassischen Value-Parametern, d. h. in kleine Unternehmen, die gemessen an ihrem Kurs-Buchwert-Verhältnis preiswerter bewertet werden.

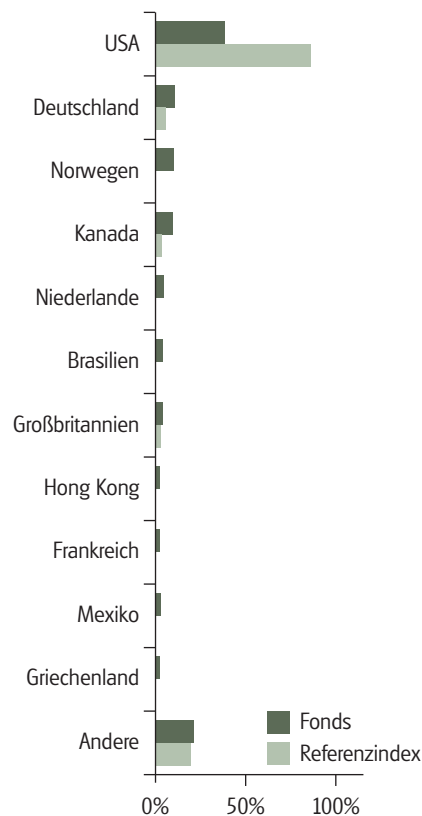
## High Yield Value Bonds Informationen für Anleger

Portfoliokennzahlen - High Yield Value Bonds		
Finanzwerte	Fonds	Referenzindex
Börsenkapitalisierung (Mrd. \$)	3,965	6,993
NDE	72,00	424,00
P/B	2,32	5,20
Zinsdeckung	4,44	2,90

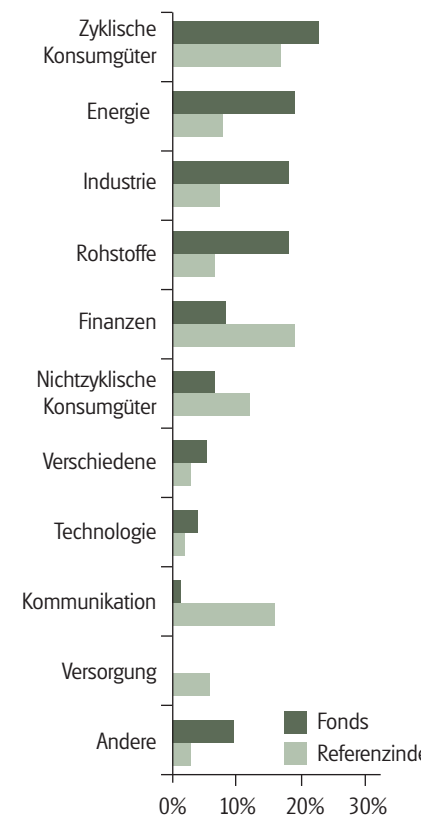
**Der Fonds ist in den USA unter- und in Europa, insbesondere in Norwegen, übergewichtet**

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

### Geografische Aufteilung



### Branchenaufteilung



Die größte Position des Fonds ist weiterhin das britische Unternehmen Ineos. Der Bestand von Anleihen der Linde AG und TUI AG wurde zurückgeführt, da die Zielwerte für diese beiden Unternehmen erreicht wurden. ■

### Neue Bestände im Portfolio

Größte Positionen			
Bestand	Land	Sektor	Anteil.
Ineos Group 7,875% 06-16 Reg.	Großbritannien	Chemikalien	3,62%
Fairfax Fin. 8.25% 95-1.10.15	Kanada	Mehrsparversicherer	3,11%
Norske Skogind 7% 07-26.6.17	Norwegen	Papier und Papiererzeugnisse	2,83%
Nxp Bv/Nxp Fd 8.625% 07-15-Wi-	Niederlande	Halbleiter	2,79%
Chesapeake 6,25% 06-15.1.2017	USA	Erdölerschließung und -förderung	2,30%
Sinvest 9,5% 05-22.12.09	Norwegen	Erdöl- und Erdgasförderung	2,12%
Agco 6,875% 04-15.4.14	USA	Landwirtschaftliche Maschinen	1,96%
Aker 8% 05-2.03.12	Norwegen	Verschiedene Geschäftsbereiche	1,82%
Htm Sport&Freiz. 8.5% 04-14 Reg.	Österreich	Sportausüstung	1,76%
O Charleys 9% 04-01.11.13	USA	Gastronomie	1,73%

### Transaktionen im Portfolio

#### Norske Skogindustrier ASA

Die Norske Skogindustrier ASA stellt Papier und Zellstoff her. Das Unternehmen produziert lang- und kurzfasrigen Sulfatzellstoff, Zeitungspapier, gebleichtes Gewerbepapier und sonstiges Papier. Norske Skog besitzt und betreibt Papierfabriken in Europa, Asien, Australien, Afrika sowie in Nord- und Südamerika. Ferner stellt das Unternehmen Spanplatten her, besitzt Wälder in Skandinavien und Wasserkraftwerke.

#### Edgars

Edgars ist das größte Einzelhandelsunternehmen im Verbrauchsgüterbereich in Südafrika mit einem 32%igen Marktanteil am südafrikanischen Markt für Bekleidung und Schuhe, was mehr als dem Zweifachen seines nächsten Wettbewerbers ausmacht. Edgars ist seit über 75 Jahren tätig. Seit der Eröffnung des ersten Geschäfts im Jahr 1929 hat Edgars seinen Geschäftsbereich auf 948 Geschäfte in 13 Einzelhandelsketten im gesamten südlichen Afrika erweitert. Zu den führenden Ketten von Edgars gehören Edgars, Jet, CNA, Boardmans und Red Square, die zu den Einzelhandelsmarken mit dem höchsten Wiedererkennungswert in der Region zählen. Edgars ist das führende bzw. zweitführende Einzelhandelsunternehmen bei der Mehrzahl seiner Produktlinien, wozu Bekleidung, Schuhe, Mobiltelefone, Kosmetika, Schreibwaren und Bücher gehören. Ferner verfügt Edgars mit über vier Millionen aktiven Kreditkartenkonten über den größten Bestand an Kunden mit Konsumkrediten im südlichen Afrika.

#### Liberty Mutual

Die Liberty-Mutual-Gruppe ist ein diversifiziertes internationales Versicherungsunternehmen, dessen größte Sparte aufgrund der 2006 gezeichneten Nettoprämien die private KFZ-Versicherung ist. Zum 31. Dezember 2006 wies die Liberty-Mutual-Gruppe konsolidierte Aktiva in Höhe von 85,5 Mrd. Dollar auf. Basierend auf dem Direktgeschäft in 2006 ist Liberty Mutual das achtgrößte Privatversicherungs- und das viertgrößte Gewerbeversicherungsunternehmen.

Liberty Mutual Group verfügt über vier strategische Geschäftsbereiche – personenbezogene Märkte, gewerbliche Märkte, Agenturmärkte und Liberty International –, wobei kein einziger Geschäftsbereich zu mehr als 30 % der gezeichneten Nettoprämie beiträgt. Das Unternehmen bietet ein breitgefächertes Sortiment an Versicherungsprodukten und -leistungen, wozu folgende Versicherungssparten gehören: private KFZ-Versicherung, Wohngebäude-

Versicherung, Betriebsunfallversicherung, gewerbliche Mehrisiko-/Feuerversicherung, gewerbliche Fahrzeugversicherung, allgemeine Haftpflichtversicherung, übernommene Rückversicherung, internationale Spezialversicherungsprodukte, Gruppen-Invaliditätsversicherung und Kautionsversicherung.

Mit besten Grüßen

Sparinvest Asset Management A/S  
Klaus Blaabjerg  
6. Juli 2007

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.