



## Value Bonds

### Inhalt

- Wirtschaftsausblick für den Value Bond Markt
- Wertentwicklung des High Yield Value Bonds
- Beispiele für die Auswirkungen der Marktpopularität auf die Renditen

*Sehr geehrte Anlegerin, sehr geehrter Anleger,*

### Wirtschaftsausblick für den Value Bond Markt

Nach der Marktrallye während der vergangenen Wochen drehen sich die Gedanken der Anleger in erster Linie um die Frage, ob dies eine nachhaltige Entwicklung oder ein weiterer Fehlstart ist. Wir sind der Ansicht, dass die letzte Rallye auf sichereren Beinen steht und somit einen Wendepunkt markiert. Nach einem längeren Zeitraum immer tiefer fallender Märkte verloren die Anleger das Vertrauen. Sie schraubten ihre Erwartungen stark zurück und entwickelten einen extremen Pessimismus. In der Zwischenzeit wurden die Entscheidungsträger in vielen Ländern aggressiver bei ihren Bemühungen, das Wirtschaftswachstum und die Finanzmärkte wieder zu beleben. Gleichzeitig sinkt die Produktion wesentlich schneller als die Nachfrage, was zu gewaltigen Rückgängen der Lagerbestände führt und somit das Gerüst für bessere Wirtschaftsdaten in der Zukunft bildet.

Wichtig sind die Anzeichen, die darauf schließen lassen, dass einige Teile der Weltwirtschaft bereits an der Talsohle angekommen sein dürften und sich nun in einem frühen Erholungsstadium befinden. Diese Zeichen sind insbesondere in Teilen von Asien (ohne Japan), einschließlich China und Korea erkennbar, wo die Produktionsreduktionen interessanterweise besonders einschneidend waren. Selbstverständlich hat der massive und gezielte Anreiz seitens der chinesischen Regierung geholfen. In der Tat lassen die meisten Indikatoren darauf schließen, dass die Wirtschaftsaktivität in China bereits zunimmt: Das Geld- und Kreditwachstum haben angezogen, die industrielle Produktion steigt, und Umfragen unter den Einkaufsmanagern zeigen, dass sie mehr als die Hälfte ihrer Rückgänge wieder aufgeholt haben. In den restlichen aufstrebenden Regionen Asiens dürfte der Aufschwung etwas später begonnen haben, die Zeichen sind noch ziemlich zaghaft (z. B. Korea). In Anbetracht des hohen Handelsniveaus und der industriellen Integration

in den asiatischen Wirtschaftsräumen sind wir jedoch der Ansicht, dass die Erholung in den aufstrebenden Regionen Asiens grundsätzlich auf dem Weg ist, und dass das Wachstum in den kommenden Monaten solide sein wird. Es ist ein deutliches Anzeichen, dass die Aktienmärkte Asiens (ohne Japan) in diesem Jahr bisher deutlich über den Erwartungen abgeschnitten haben: zeigt es doch, dass in dem aktuellen Umfeld des extremen Anlegerpessimismus Wirtschaftsdaten, die über den Erwartungen liegen, bedeutende Auswirkungen auf den Markt haben können.

Viel versprechend für unseren Fonds sind die Anzeichen, dass die Entwicklungen auf der Angebotsseite Einfluss zeigen, was die Ölpreise unterstützt und damit auch unsere 23%ige Gewichtung im Energiesektor. Beim Rohöl sind die steigenden Preise im kurzfristigen Terminhandel ein Signal dafür, dass die OPEC-Kürzungen beginnen, den Markt zu verengen. Betrachtet man die von den Ölproduzenten vorgenommenen Kürzungen bei ihren Investitionsprogrammen, so könnte man fast die These aufstellen, dass neue Spitzenölpreise bevorstehen, sobald sich der Trend der Weltwirtschaft umkehrt. Sie investieren nicht genug, um die Produktion in Zukunft aufrechterhalten zu können.

### Wertentwicklung des High Yield Value Bonds

Bedauerlicherweise war unser Fonds nicht in der Lage, die im letzten Monat des ersten Quartals im breiten Markt laufende Rallye nachzubilden. Ich möchte mit Nachdruck darauf hinweisen, dass dies nicht auf Ausfälle zurückzuführen ist – an dieser Front ist unsere Wertentwicklung besser als die des Marktes.

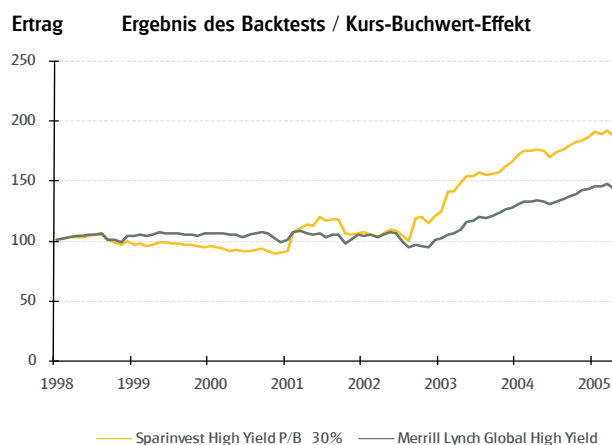
Die Erklärung für diese unterdurchschnittliche Performance liegt in zwei sehr einflussreichen Tatsachen, die nach dem gleichzeitigen Auftreten einer ersten Liquiditätskrise und der schlimmsten Rezession seit der Großen Depression in den 1930er Jahren eintraten.

Erstens investieren wir in die preisgünstigsten Gesellschaften, gemessen an niedrigen Kurs-Buchwert-Verhältnissen. Unglücklicherweise handelt es sich bei diesen um zyklische Unternehmen, die ganz besonders unpopulär sind. Wie unpopulär ein niedriges Kurs-Buchwert-Verhältnis ist, lässt sich im Aktienmarkt am besten erkennen.

USA	YTD
US Growth	0,44%
US Small Cap	-7,51%
US Value	-13,24%

Europa	YTD
Europe Growth	-7,23%
Europe Small Cap	-2,40%
Europe Value	-14,07%

Die relative Wertentwicklung von Value-Papieren gegenüber Growth-Titeln in Rezessionszeiten ist in der wissenschaftlichen Literatur sehr gut dokumentiert. Typischerweise unterperformen Value-Titel in der Anfangsphase einer Rezession und überperformen sobald sich der Wirtschaftszyklus wendet. Das unterdurchschnittliche Abschneiden der Werte mit niedrigen Kurs-Buchwert-Verhältnissen im hochrentierlichen Markt konnte auch in einem Backtest (Simulation auf Basis historischer Werte) festgestellt werden, den Sparinvest vor der Einführung dieses Fonds durchführte. Nachstehend sehen Sie das Ergebnis dieses Backtests, bei dem Daten aus den Jahren 1998 bis 2005 verwendet wurden. Es zeigt Ihnen, dass sich eine systematische Anlage in hochrentierlichen Anleihen von 30% der preisgünstigsten Unternehmen (gemessen am Kurs-Buchwert-Verhältnis) langfristig besser als der Markt entwickelt, bei einem Wirtschaftsabschwung jedoch unterdurchschnittlich abschneiden wird. Es gibt keine Garantie dafür, dass dies auch in der Zukunft passieren wird, nur weil es in der Vergangenheit geschah. Ich werde Ihnen aber im Folgenden einige Beispiele für reale Anleiherenditen präsentieren, die – meiner Ansicht nach – das Ergebnis des Backtests unterstützen und illustrieren, was es bedeutet, wenn man „im Markt unpopulär“ wird.



Die Entwicklung unseres Fonds mit seinem Engagement in Unternehmen mit einem niedrigen Kurs-Buchwert-Verhältnis zeigt Ihnen die gelbe Linie im obigen Backtest. Wie Sie sehen, schnitt das Portfolio mit dem niedrigen Kurs-Buchwert-Verhältnis (gelbe Linie) zum Ende März 2000 um insgesamt 13% schlechter ab als der Markt.

Diesmal ist die Rezession noch heftiger als während des im obigen Backtest verwendeten IT-Crash, und somit könnte die Wertentwicklung des Portfolios mit einem niedrigen Kurs-Buchwert-Verhältnis noch schlechter ausfallen. Ein Hinweis darauf findet sich, wie bereits erwähnt, auch in der Aktienmarktentwicklung, wo Value-Aktien wesentlich schlechter abschnitten als Wachstumstitel. Wie die Vergangenheit allerdings zeigt, kann sich diese Situation rasch umkehren – insbesondere, weil wir im Fonds weniger Ausfälle als der durchschnittliche High Yield Value Bonds-Markt haben.

### Beispiele für die Auswirkungen der Marktpopularität auf die Renditen

Wir hoffen, dass aus den nachfolgenden Beispielen für Sie ersichtlich wird, wie sich „Unbeliebtheit“ im Markt auf die aktuellen Anleihepreise und -renditen auswirkt.

#### Beispiel Nummer 1 (Petroquest)

Petroquest ist ein US-amerikanisches Rohöl- und Erdgasunternehmen – und damit im zyklischen Bereich angesiedelt. Im Vergleich mit dem Marktdurchschnitt von rund 400% ist der Verschuldungsgrad des Unternehmens mit einem Verhältnis zwischen Nettoverschuldung und Eigenkapital von 51,88% niedrig. Das Unternehmen wird mit einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von 0,13 sehr preiswert gehandelt. Ferner ist Petroquest im Small Cap-Bereich angesiedelt – und somit in jeder Hinsicht eine klassische Value-Anleihe.

Die Rendite der Petroquest-Anleihe beträgt 30% pro Jahr, und zwar bis zur Fälligkeit im Jahr 2012.

#### Beispiel Nummer 2 (Stoneridge)

Stoneridge ist ein US-amerikanischer Hersteller von elektronischen Bauteilen für Automobile und Traktoren – mit einem sehr geringen Verkaufsanteil an Ford und GM. Im Vergleich mit dem Marktdurchschnitt von rund 400% ist der Verschuldungsgrad des Unternehmens mit einem Verhältnis zwischen Nettoverschuldung und Eigenkapital von 77,45% niedrig. Das Unternehmen wird mit einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von 0,26 sehr preiswert gehandelt. Stoneridge ist ebenfalls ein Unternehmen im Small Cap-Bereich.

Die Rendite der Stoneridge-Anleihe beträgt 25% pro Jahr, und zwar bis zur Fälligkeit im Jahr 2012, wobei das Unternehmen von Zeit zu Zeit Anleihen zurückkauft.

#### Nicht in unserem Portfolio – Beispiel Nummer 3 (El Paso)

Im Gegensatz zu den Beispielen 1 und 2 ist hier ein Beispiel aus dem Bereich der Large Cap, nicht zyklischen Unternehmen, die gerade jetzt im Markt populär sind. El

Paso ist ein US-amerikanisches Versorgungsunternehmen, das so ziemlich das „Highlight des Monats“ ist. Das Unternehmen hat einen Verschuldungsgrad von 281,85%, gegenüber einem Marktdurchschnitt von rund 400% – was wesentlich über dem Wert liegt, den wir zu akzeptieren bereit sind. Das Kurs-Buchwert-Verhältnis liegt ungefähr im Marktdurchschnitt.

Die Rendite der El Paso-Anleihe, aus dem Bereich Large Cap und nicht-zyklischen Unternehmen – mit einer ähnlichen Fälligkeit wie die Anleihen von Petroquest und Stoneridge –, beträgt lediglich 11% pro Jahr.

Offensichtlich zählen die Petroquest- und Stoneridge-Anleihen in unserem Portfolio zu den sehr preisgünstigen Papieren, im Vergleich zu der El Paso-Anleihe – es sei denn, dies wäre der Weltuntergang.

Ein weiterer erschwerender Faktor für unsere Position gegenüber der durchschnittlichen Marktrallye ist unsere Konzentration auf Small Caps. Diese sind – in sehr hohem Ausmaß – im hochrentierlichen Markt unpopulär (was auch die obigen Beispiele unterstreichen). Gerade jetzt ist es für kleine Unternehmen sehr teuer, unbekannt zu sein – d. h. die Aufschläge, die unbekannte Unternehmen zahlen müssen, sind sehr hoch. Die meisten Investoren im High Yield-Bereich möchten „Flucht“-Titel kaufen, d.h. Titel, mit einer hohen Liquidität, die leicht abgestoßen werden können, wenn Schnellverkäufe z.B. für Rücknahmen erforderlich sind.

#### Zusammenfassung

Zusammenfassend ist zu sagen, dass wir jene Rentenpapiere halten, die derzeit nicht gefragt und daher offensichtlich extrem preisgünstig sind – die kleinen zyklischen Unternehmen. Wer weiß, wie lange diese Unternehmen und ihre Anleihen unpopulär bleiben? Der berühmte Wirtschaftswissenschaftler Keynes sagte während des letzten Konjunkturtiefs in den 1930ern: „Der Markt kann sich länger irrational verhalten, als Sie solvent bleiben können.“ Mit anderen Worten, es besteht eine gewisse Wahrscheinlichkeit, dass Sie als Anleger die billigen Anleihen schlussendlich abstoßen werden, da Sie nicht länger untätig deren schlechtes Abschneiden mit ansehen können. Dann werden Sie vermutlich ebenso handeln, wie alle anderen – Sie werden die sicheren Telekommunikations- und Versorgungsunternehmen kaufen. Danach, wenn sich die Marktsituation plötzlich wendet, werden Sie wieder unterdurchschnittlich abschneiden, da Sie keine preisgünstigen, zyklischen Papiere mehr halten, weil Sie diese abgestoßen haben. Unsere Botschaft lautet daher: Wir wollen den Kurs halten und denken nicht daran, von unserer Überzeugung abzuweichen. Langfristig rentiert es sich, in unpopuläre Anleihen unpopulärer Unternehmen zu investieren.

Soweit man die Vergangenheit als Leitfaden heranziehen kann, werden Unternehmen mit einem niedrigen Kurs-Buchwert-Verhältnis und Small Cap-Unternehmen irgendwann wieder überdurchschnittlich gut abschneiden. Hierbei handelt es sich nicht um einen wahllosen Zeitpunkt. Er steht natürlich mit dem Geschäftszyklus der Realwirtschaften in Zusammenhang. Sobald sich die Wirtschaftslage verbessert, werden unsere Anleihen und Unternehmen zum Ziel des Interesses. Inzwischen nutzen wir unsere Zeit dazu, das langfristige Fundament des Portfolios bestmöglich zu gewährleisten – beispielsweise durch Investitionen in Anleihen bevorzugt mit vorrangigen Pfandrechten bei Immobilien. Wir sind der Ansicht, dass unser Portfolio sehr preisgünstig ist, verglichen mit dem Gesamtmarkt preisgünstiger als je zuvor. Der

Schwerpunkt von Sparinvest ist, ausgezeichnete langfristige Erträge zu bieten – und vergessen Sie bitte nicht, wir sprachen immer über einen drei- bis fünfjährigen Anlagehorizont. Wir meinen, dass die nächsten beiden Jahre gute Jahre sein werden!



**Klaus Blaabjerg**  
Senior Portfolio Manager  
8. April 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 Wechselkurschwankungen 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.