

4. Januar 2010

Verborgene Werte

Klaus Blaabjerg erläutert Martin Steward, dass man das Verlustrisiko verringern und das Übernahmepotential erhöhen kann, indem man Marktkapitalisierungs- und Value Effekte bei Yigh Yield Credit Spreads ausnutzt

Klaus Blaabjerg hat den Sparinvest High Yield Value Bonds SICAV sowohl in guten als auch in schlechten Zeiten erfolgreich verwaltet. So liegt der Fonds gerechnet seit Jahresbeginn, auf 12-Monatsbasis sowie auch über einen 3-Jahres-Horizont auf einem der vorderen Plätze. Und Blaabjergs Gründe, weshalb die Bedingungen für Hochzinsanleihen im Allgemeinen und für seine Anlagestrategie im Besonderen derzeit günstig sind, klingen auf den ersten Blick recht vertraut.

Anleihen entwickeln sich nach rezessiven Phasen üblicherweise besser als Aktien, erläutert Blaabjerg, weil die Schuldentilgung für die Unternehmensleitungen in solchen Zeiten Priorität hat. So weist er beispielsweise auf eine Refinanzierung der mexikanischen Zementfirma Cemex hin, in der er sich zu Beginn dieses Jahres engagiert hatte: "Das Unternehmen hat die Ausgabe neuer Aktien im Wert von 1 Mrd. USD zugesagt. Solche Entwicklungen sind momentan überall im US-Anleihensektor zu beobachten und haben zur Folge, dass Anleiheninvestoren ein wesentlich günstigeres Umfeld antreffen als Aktienanleger." Allerdings, so fügt er hinzu, kann man das Beta inzwischen nicht mehr so stark ausnutzen – "man hat einfach kein Geld mehr in petto" – und viele Hochzinsanleihen werden Probleme haben, die nächsten zwei Jahre zu überstehen. Dies bedeutet aber auch, dass eine aggressive und aktive Anlagestrategie wie die von ihm umgesetzte unerlässlich ist. Zur Veranschaulichung zieht er den deutschen Hersteller von Badarmaturen Grohe heran: "Dabei handelt es sich um einen typischen LBO-Kandidaten, der von vielen Hochzins-Managern gehalten wird und dessen Kreditsituation sich nicht verbessert. Warum also hat dieser Titel dermaßen zugelegt? Aufgrund der Funktionsweise des Index sowie wegen Managern, die sich zu stark an Benchmarks orientieren. Ich gehe zwar grundsätzlich nicht von einer massiven Verkaufswelle aus, aber für ein eher selektiv agierendes Management, wie wir es betreiben, bieten sich derzeit günstigere Anlagechancen."

Sobald Blaabjerg detaillierter auf seine Vorgehensweise

bei der Einzeltitelauswahl eingeht, weichen seine Äußerungen von denen vieler anderer Anleihenmanager ab – und er klingt dabei eher wie ein Aktienverwalter. Da es sich hier aber um Anleihen handelt, könnte man annehmen, dass die Zinsdifferenzen, die man beim Kauf akzeptiert, hauptsächlich auf das Kreditrisiko zurückzuführen sind. Eine Veröffentlichung von Edwin Elton, Martin Gruber und anderen von 2001 spricht jedoch dafür, dass "die Ausfallserwartungen für die zusätzliche Rendite von Unternehmenanleihen gegenüber Staatsanleihen in nur überraschend geringem Maße verantwortlich sind". So sind – berücksichtigt man die Steuern – lediglich gut 50% der Zinsdifferenzen auf diese Erwartungen zurückzuführen. Das Regressionsmodell nach Fama-French zeigt zudem, dass fast 85% der übrigen Zinsdifferenzen "eng mit jenen Faktoren verknüpft sind, die wir allgemein als logische Risikoaufgelder für Stammaktien hinnehmen" – nämlich die Unternehmensgröße und Value-Effekte.

"Die Unternehmensgröße hat Auswirkungen auf die Liquidität. Wenn Sie Anleihen kleinerer Unternehmen erwerben, muss Ihnen auch ein Ausgleich für die Übernahme des Liquiditätsrisikos gezahlt werden", so Blaabjerg. Er ist der Meinung, dass momentan ein günstiger Zeitpunkt ist, um solche Risiken überzugewichten. So hat Sparinvest zuletzt einen neuen luxemburgischen Fonds mit 3-jähriger Laufzeit aufgelegt – "der von einigen wenigen ausgewählten Pensionsfonds erworben wurde" – um diese Nische zu nutzen. Grundsätzlich erklären die Ergebnisse der Veröffentlichung von 2001 den Investmentprozess von Sparinvest. Zunächst wird ein Value-Filter angewandt, der sich über die Kreditqualität hinaus auch auf Kennzahlen wie die Marktkapitalisierung, das Kurs-Buchwert-Verhältnis und die Nettoverschuldungsquote konzentriert. Auf diesen Value-Filter folgt eine eher konventionelle Unternehmens- und Anleihenanalyse sowie eine Portfoliostrukturierung, die vollständig auf einem value-orientierten Bottom Up-Ansatz beruht. "Der Fokus der meisten Anleihenmanager liegt auf dem Sektor, der Region und der Zinsseite, aber ▶

◀ nicht auf der Frage, in welchem Zusammenhang die günstigen Aktienkurse mit der Liquiditätsreserve auf Bilanz-ebene stehen“, erklärt Blaabjerg.

Als Beispiel für die Chancen, die man mit einer solchen Kreditanalyse verpasst, zieht er den US-Hersteller von Golfbekleidung Perry Ellis heran. Da es sich bei dieser Firma um ein zyklisches Unternehmen handelt, dessen Zinsaufwandsverhältnis lediglich halb so hoch ist wie der Durchschnitt des Referenzindex, wird sie mit einem B-Rating versehen. Obwohl Perry Ellis jedoch bereits eine Reihe von Übernahmen getätigt hat, liegt die Nettoverschuldungsquote des Unternehmens nach wie vor stabil bei etwa einem Fünftel des durchschnittlichen Benchmark-Niveaus. “Im Hinblick auf das Refinanzierungsrisiko hat die Firma ihre bereits bestehenden Kreditlinien beibehalten. Außerdem verfügt sie auf Bilanzebene über eine Barreserve“, so Blaabjerg. “Entweder ist die Bonitätsqualität niedrig, weil man eine schlechte Bilanz hat – oder sie ist gering, weil man einfach nur ein kleines Unternehmen ist.”

Die Größe von Perry Ellis entspricht lediglich 2% der Größe eines durchschnittlichen Indexunternehmens. Außerdem ist die Aktie dieser Firma günstig bewertet. So beträgt ihr Kurs-Buchwert-Verhältnis nur etwa ein Siebtel des Kurs-Buchwert-Verhältnisses der Benchmark. Wenn Sie die Auffassung vertreten, dass der Wert eines Unternehmens ein für die Zinsdifferenzen entscheidender Faktor ist, der sich bei einer Konjunkturerholung auszahlt, so spräche dies eindeutig für einen Kauf. Aber selbst wenn dies nicht der Fall sein sollte, so ist die Aussicht, dass Perry Ellis selbst ein Übernahmekandidat werden könnte, attraktiv. Durch die Change-of-Control-Vereinbarung in den Anleihen können diese nämlich zu 101 Cent pro Dollar eingelöst werden. Die Anleihe von Perry Ellis mit einer Laufzeit bis 2013 wies Mitte Dezember eine Rendite von knapp 10% auf und notierte bei 98 Cent.

Blaabjerg spricht aber ebenso wie Aktienmanager von der “Value-Falle”: “Investieren Sie nicht in die Unterneh-

men mit den niedrigsten Kurs-Buchwert-Verhältnissen, wenn diese nicht gleichzeitig auch eine niedrige Nettoverschuldungsquote aufweisen“, warnt er, “denn ein niedriges Kurs-Buchwert-Verhältnis kann auch ein Hinweis für die Notlage einer Firma sein.”

Das norwegische Unternehmen Sevan Marine ist seiner Meinung nach ein Beispiel wie aus dem Lehrbuch für ein niedriges Kurs-Buchwert-Verhältnis (derzeit 0,45), das von einem viel versprechenden Verhältnis Nettoverschuldung/Unternehmenswert gestützt wird. Das beträchtliche Refinanzierungsrisiko wurde durch eine Aktienemission etwas verringert. Noch wichtiger ist jedoch, dass die 2011er-Anleihe, die Blaabjerg erworben hat, im Falle einer Nicht-Bedienung durch eine erfolgreiche Ölbohrplattform in der Nordsee priorisiert abgesichert ist. Diese Plattform wurde 2004 zwar für 140 Mio. USD errichtet (was dem Wert der Kredite entspricht, die mit den Anleihen abgedeckt werden), hat unter konservativen Annahmen jedoch mittlerweile einen Wert zwischen 250 bis 300 Mio. USD. “Es würde teuer werden, wenn uns diese Plattform letztendlich gehören würde“, räumt Blaabjerg ein, “aber selbst wenn wir für 20 Mio. USD Rechtsanwälte engagieren müssten, die sich um die Plattform kümmern, würden wir deutlich mehr als die 140 Mio. USD des Nennwertes der von uns gehaltenen Anleihen bekommen.”

Warum also liegen der durchschnittliche Anleihenkurs des Portfolios bei 86 Cent und die Rendite bei 13,5%? Weil diese Anleihe nicht im Referenzindex vertreten ist und über keine Bonitätseinstufung verfügt. Ein Abweichen von der Benchmark ist unter Hochzins-Managern zwar natürlich nicht sehr üblich, aber man könnte anführen, dass es sich hierbei um eine aktienähnliche Size-and-Value-Strategie handelt, die sich am besten dazu eignet, die wirklich besten dieser ansonsten eher vernachlässigten Anlagechancen zu identifizieren – und zwar insbesondere deshalb, weil sich diese Faktoren bei der angelaufenen Konjunkturerholung bereits auszuzahlen beginnen.