

## Hochprozentiges fürs Portfolio

High-Yield-Anleihen waren 2009 die Anlagestars. Aber auch dieses Jahr können Investoren mit den riskanten Papieren noch gut verdienen. Eine sorgfältige Auswahl ist allerdings unverzichtbar. Andernfalls drohen schnell hohe Verluste.

Von **KLAUS BLAABJERG**

Corporate Bonds, Unternehmensanleihen also, avancierten im vergangenen Jahr zu den Stars an den Finanzmärkten - allen voran die riskanten Hochprozentler. Solche High-Yield-Anleihen sind Bonds von Unternehmen mit vergleichsweise niedrigerer Bonität. Der High-Yield-Index Merrill Lynch Global High Yield legte 2009 um 60,7 Prozent zu. Das globale Aktienbarometer MSCI World konnte im selben Zeitraum mit 30,8 Prozent nur etwa die Hälfte an Zuwachs verbuchen. Und auch in den ersten Monaten dieses Jahres haben Anleger allen schlechten Nachrichten aus Griechenland, Portugal & Co. zum Trotz mit High Yields immer noch Geld verdient. Ein Plus von immerhin 5,7 Prozent verzeichnet der Merrill-Lynch-Index seit Jahresbeginn. Im Vergleich zu 3,4 Prozent beim MSCI World (Stand: 31.03.2010). Doch was ist es, das High-Yield-Anleihen so erfolgreich macht?

### Hoher Zins für schlechtes Rating

Eine Regel gilt in der Finanzwelt unumstößlich: Ein höheres Risiko wird mit einer höheren Rendite belohnt. High-Yield-Anleihen bergen ein solch höheres Risiko. Der Grund dafür ist, dass die Unternehmen, die Bonds begeben haben, von Ratingagenturen wie Standard & Poor's, Fitch oder Moody's vergleichsweise schlecht eingestuft worden sind. Ihre Bonität wird im Bereich von BB+ bis CCC- (S&P-Skala) eingestuft. Das heißt, je nach Liquiditätslage sehen die Ratingagenturen die Fähigkeit des Unternehmens zu Zins- und Tilgungszahlungen von Anleihen als kritisch oder gar gefährdet an.

Begeben diese Unternehmen Anleihen, müssen sie gegenüber einem Zins, wie er etwa für eine nahezu risikolose Bundesanleihe anfällt, einen Aufschlag leisten, um überhaupt Fremdkapital zu erhalten. Denn Anleger wollen für das deutlich höhere Risiko, das sie eingehen, auch entsprechend entschädigt werden.

In den vergangenen zwei Jahren machte sich zudem Weltuntergangsstimmung breit. Weder Banken noch Anleiheinvestoren wollten Unternehmen Geld leihen - schon gar nicht solchen mit schlechter Bonität. Ein derart hohes Ausfallrisiko wollte niemand in Kauf nehmen. Die Folge: Die Kurse von Unternehmensanleihen brachen extrem ein. Damit waren dieselben Papiere mit derselben Verzinsung zu einem wesentlich niedrigeren Preis zu haben. Wer diese Chance genutzt hat, konnte vergangenes Jahr satte Gewinne verzeichnen. Denn seit März 2009 ist ein deutlicher Rückgang der Anlegerangst zu verzeichnen, und dieser Trend wird auch 2010 anhalten. Unternehmen konzentrieren sich auf Kostensenkungen und Schuldenabbau, um ihre künftige Profitabilität zu steigern. Ein typisches Verhalten von Konzernlenkern in Krisenzeiten. Kreditgeber können deshalb üblicherweise nach rezessiven

# Frankfurter Allgemeine

ZEITUNG FÜR DEUTSCHLAND

Phasen ernten. Die Stimmung hellt sich wieder auf, die Investoren finden erneut Vertrauen in die Wirtschaft und die Unternehmen. Die Konsequenz: Die Anleihekurse ziehen an. Wer zu niedrigen Kursen mutig eingestiegen ist, dem winken nun attraktive Erträge.

Doch es kommt auf die Auswahl der "richtigen" High-Yield-Anleihen an, denn die Hochprozenten bergen ein Risiko, das Anleger nicht unterschätzen sollten. So fielen 2009 laut der Ratingagentur Moody's 10 Prozent aller weltweit gelisteten High-Yield-Anleihen aus. Die Ausfallquote war seit der großen Depression von 1930 noch nie so hoch. Eine Auswahlstrategie, die aus dem Aktienbereich bekannt ist, ist auch im Anleihesegment der Schlüssel zum Erfolg: die Value-Strategie.

## Rendite mit der Value-Strategie

Wissenschaftliche Untersuchungen der Aktienerträge seit 1926, die die amerikanischen Ökonomen Eugene Fama und Kenneth French angestellt haben, zeigen, dass Value-Werte langfristig höhere Renditen erwirtschaften als Growth-Titel. Auch wenn kurz- und mittelfristig Value- und Growth-Werte im Wechsel die Performance-Statistiken anführen. Value-Investing im Rentensektor bedeutet, dass der innere Wert der Anleihen-Emittenten im Fokus der Einzeltitelauswahl steht. Ausschließlich Hochzinsanleihen unterbewerteter Unternehmen mit geringer bilanzieller Verschuldung, deren Ausfallrisiko überschätzt wird, finden Eingang in die Hochzins-Portfolios. Das Fondsmanagement überprüft die Unternehmen hinsichtlich Gewinn, Vermögenswerten und Kurswert. Branche oder Herkunftsregion sind von geringer Bedeutung. Aus Gründen der Risikodiversifizierung ist jedoch eine sorgfältige Streuung sinnvoll. Sowohl über Länder und Sektoren als auch über unterschiedliche Bonitäten.

Erste Wahl für Value-Investoren im High-Yield-Markt sind oft kleine Unternehmen. Denn diese werden aufgrund ihrer geringeren Kapitalisierung von den Ratingagenturen meist per se schlechter bewertet als die großen Platzhirsche. So haben Edwin J. Elton und Martin J. Gruber, beide Finanzprofessoren an der New York University, in ihren Studien den Fama-French-Faktor auf den Anleihemarkt übertragen. Dabei stellten sie fest, dass 85 Prozent der Zinsdifferenz zwischen Unternehmens- und Staatsanleihen einen Ausgleich für systematische Risiken darstellen. Im Kreditgeschäft gilt zum Beispiel die Unternehmensgröße als Kreditrisiko. Das heißt, kleinere Firmen zahlen bei gleicher bilanzieller Verschuldung automatisch höhere Zinsen für einen Kredit als ein vergleichbares größeres Unternehmen. Ebenso müssen kleinere Unternehmen Anlegern höhere Zinsen auf ihre Anleihen zahlen. Gleichzeitig minimieren jedoch die gesunden Bilanzen das Ausfallrisiko.

Obwohl sich die Märkte seit letztem Jahr stark entspannt haben, sind die Renditeaussichten bei Hochzinsanleihen immer noch positiv. Anleger sollten aber nicht wahllos zuschlagen, sondern das Unternehmen, dem sie Geld leihen wollen, genau analysieren. Wer sich diese tiefgehende Analyse nicht zutraut, kann auf einen Fonds ausweichen. Eines ist jedoch klar: High Yields sollten immer lediglich eine Beimischung von rund 10 Prozent zum Depot sein.

Klaus Blaabjerg ist Lead Portfolio Manager bei der dänischen Investmentgesellschaft Sparinvest.