

Strategie des Sparinvest Value Bonds erweist sich als erfolgreich

Ende 2006 hat das dänische Fondsmanagement-Unternehmen Sparinvest mit seinem Sparinvest High Yield Value Bonds ein in Europa völlig neues Anlagekonzept vorgestellt. Aber konnte dieser Fonds – der durch Investments in kleinere und unterbewertete Firmen höhere Renditen anstrebt – die überdurchschnittlichen Ergebnisse, die wissenschaftliche Untersuchungen erwarten ließen, auch wirklich erzielen?

Das Advertorial erschien im März 2010 im „European Pension“-Magazin unter dem Titel „High Yield gains respect“.

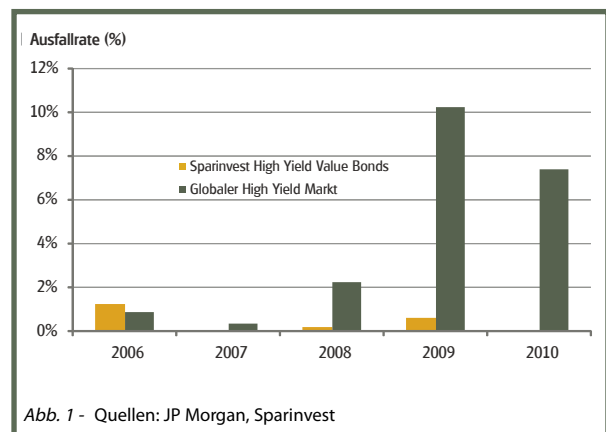
Der Sparinvest High Yield Value Bonds bietet für die Anlageklasse Hochzinsanleihen einen einzigartigen Ansatz. Dieser beruht auf wissenschaftlichen Erkenntnissen, die belegen, dass Anleger auf lange Sicht höhere Erträge erwarten können, wenn sie ihr Geld kleineren, vom Markt unterbewerteten Firmen leihen anstatt Anleihen größerer Unternehmen zu erwerben. Denn als Ausgleich für die niedrige Bonitätseinstufung solcher kleineren Firmen erhalten sie eine höhere Rendite.

Der Sparinvest High Yield Value Bonds hat sich mit seinem äußerst gründlichen Prozess der Anleihseselektion nach dem Bottom Up-Ansatz gegenüber seiner Rentenfonds-Vergleichsgruppe gut entwickelt – und zwar sowohl bei der Auswahl von Anleihen mit der besten Kursentwicklung als auch im Hinblick auf die Vermeidung von Nichtbedienungen. Im Jahr 2009 erzielte der Fonds eine Rendite von 80,21%, wohingegen der Merrill Lynch Global High Yield-Index einen Ertrag von lediglich 60,4% erwirtschaftete. Der Erfolg des Fonds bei der Vermeidung von Nichtbedienungen wird in der nachfolgenden Grafik dargestellt.

Morningstar hat die institutionelle Anteilsklasse des Fonds auf Basis der Wertentwicklung über drei Jahre zuletzt mit einem 4-Sterne-Rating ausgezeichnet, und das Managementteam des Fonds hat sich fest vorgenommen, den fünften Geburtstag des Fonds mit fünf Sternen zu feiern.

Laut Sparinvest wird die ideale „Value-Anleihe“ von einem kleineren Unternehmen mit einer soliden Bilanz, einer guten Kapitalausstattung sowie einem im Vergleich zum Eigenkapital geringen Verschuldungsgrad emittiert. Die entscheidenden Portfoliokennzahlen zeigen, dass die Verschuldung der im Fondsportfolio vertretenen Firmen bei weniger als einem Drittel der entsprechenden Kennzahl des Vergleichsindex liegt. Dies ist ein sehr aussagekräftiger Indikator dafür, dass die Kredite an die Investoren zurückgezahlt werden.

Ein weiteres attraktives Kennzeichen des High Yield Value Bonds von Sparinvest ist dessen Fokus auf preiswerte Unternehmen. Diese Firmen bieten aufgrund des Kurs-Buchwert-Effekts potenziell sehr hohe Erträge. Warum? Weil Unternehmen, die vom Markt unterbewertet werden, häufig attraktive Ziele für Übernahmeangebote sind, was – unter der Voraussetzung, dass im Falle eines Eigentümerwechsels entsprechende Klauseln bestehen – eine für Anleihenbesitzer sehr positive Entwicklung sein kann. Bevor überhaupt investiert wird, konzentriert sich deshalb ein Mitglied des Sparinvest



	Fonds	Referenzindex
Duration	3,5	4,04
Rendite	11,7%	9,2%
Durchschn. Bonitätsqualität	BB-	B+
Marktkapitalisierung (Mrd. USD)	8,175*	7,222
Nettoverschuldungsgrad**	93,12	301,91
Kurs-Buchwert-Verhältnis	1,09	3,21
Zinsdeckungsgrad	3,36	4,69

* Die Marktkapitalisierung liegt üblicherweise unter der des Referenzindex, stieg jedoch zuletzt deutlich an, weil sich der Fonds in einigen marktbreiten Firmen mit attraktiven Value-Anleihen und einem niedrigen Ausfallrisiko engagiert hat. Diese Positionen haben außerdem den Vorteil, dass sie die Liquidität des Portfolios verbessern.
** im Vergleich zum Eigenkapital

Abb. 2

High Yield Value Bonds-Teams ausschließlich auf die Analyse der Vertragsklauseln von Anleihen.

Weitere Produktangebote von Sparinvest:

- Sparinvest Ethical High Yield Value Bonds
- Sparinvest Investment Grade Value Bonds

Ausführliche Informationen über den Sparinvest High Yield Value Bonds finden Sie auf der Internetseite www.sparinvest.eu.



Hochzinsanleihen gewinnen Ansehen in Europa

2009 war ein Jahr, in dem eine einzelne Anlageklasse schlagartig ins Rampenlicht rückte. Mit ihrer Wertentwicklung stellten globale Hochzinsanleihen nicht nur globale Aktien in den Schatten, sondern der gesamte Markt für diese Anlageklasse gewann – insbesondere in Europa – stark an Bedeutung und Einfluss.

Der Artikel erschien im März 2010 unter dem Titel „High Yield gains respect“ im „European Pension“-Magazin.

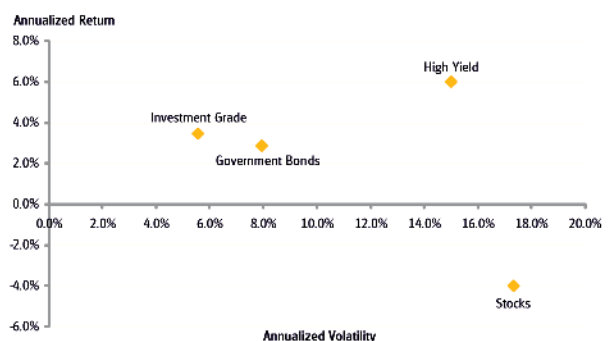
Das Jahr 2009 markierte für Hochzinsanleihen in mehrfacher Hinsicht einen Wendepunkt. Bloomberg berichtet, dass die Umsätze bei Unternehmensanleihen 2009 weltweit um 31 Prozent auf 3,04 Bio. USD gestiegen sind. Gleichzeitig schoss das Neuemissionsvolumen von hoch rentierlichen, risikoreichen Wertpapieren um 181 Prozent auf 207 Mrd. USD nach oben. Natürlich konzentrierten sich diese Aktivitäten größtenteils (zu etwa 75%) auf die USA, wo der High Yield-Markt ein reifer, etablierter Markt sowie eine voll akzeptierte Anlageklasse ist. 2009 gewann der High Yield-Markt aber auch in Europa an Renommee. In einem Jahr, in dem sich Banken – nach der Kreditklemme – ausschließlich auf die Sanierung ihrer Bilanzen konzentrierten, vergaben sie nur wenige Kredite an Unternehmen. Europäische Firmen auf der Suche nach anderen verlässlichen Quellen zur Deckung ihres vorrangigen Finanzierungsbedarfs fanden eine solche Alternative an den Kreditmärkten. Dort konnten sie Mittel aufnehmen, indem sie Anleihen emittierten. Dadurch etablierte sich der europäische Markt für Unternehmensanleihen als Antrieb für das Wirtschaftswachstum und stützte so die Erholungstendenz an den Finanzmärkten insgesamt, indem er Firmen mit den notwendigen Mitteln versorgte. So konnten diese aus der Rezession wieder in eine expansive Phase eintreten.

In den USA werden Hochzinsanleihen als unverzichtbarer Bestandteil eines ausgewogenen Investmentportfolios betrachtet. Im Gegensatz dazu hat der Großteil der europäischen Anleger diese Papiere – bis zuletzt noch – lediglich als ein Nischensegment der Anleihenmärkte angesehen und leichtfertig unter dem Schlagwort „Schrott“ (das solchen Papieren aber häufig nicht gerecht wird) abgetan. Da man 2010 in Europa aber bisher von Neuemissionen im Wert von 50 Mrd. EUR ausgeht und sich die Emittenten gleichzeitig bewusst sind, dass sie gläubigerfreundlich strukturierte Papiere ausgeben müssen, verbessert sich die Qualität von Hochzinsanleihen derzeit rasant. Deshalb ist es nun an der Zeit, dieses Segment neu als eigenständige Anlageklasse einzustufen.

Kein Ertrag ohne Risiko

Unternehmensanleihen unterhalb Investmentstatus bieten höhere Renditen, weil das Ausfallrisiko höher ist. Anfang 2009, als sich sowohl die Kredit- als auch die Aktienmärkte immer noch im freien Fall befanden, war das Kreditaufgeld von Hochzinsanleihen enorm. In den Kursen am Markt wurde ein katastrophal hohes potenzielles Ausfallrisiko berücksichtigt. Diese Vorsicht erwies sich jedoch als übertrieben. Selbst Anleihen von Firmen mit sehr soliden Bilanzen, die ihren Verbindlichkeiten in der Vergangenheit stets umgehend nachgekommen waren, wurden so bepreist, als würden sie aller Voraussicht nach nicht bedient werden. Die Kehrseite dieser speziellen „Risiko-Medaille“ war jedoch, dass Anlegern, die bereit waren, Hochzinsanleihen zu einem solch enorm hohen Aufgeld zu erwerben, auch beispiellos hohe Erträge winkten – natürlich unter der Voraussetzung, dass die Welt nicht untergeht und die Unternehmen im Geschäft bleiben, um so ihre Anleihen bedienen zu können. Im weiteren Verlauf des Jahres sank das Ausfallrisiko dann, und Anleger in Hochzinsanleihen wurden tatsächlich reich belohnt. Der Merrill Lynch Global High Yield-Index legte phänomenale 60,4% zu und übertraf globale Aktien damit deutlich; der MSCI World-Index stieg 2009 um 25,9% an. Aber natürlich macht für Pensionsfondsmanager „eine Schwalbe noch keinen Sommer“. Deshalb ist es hochinteressant, einmal einen Blick auf die Entwicklung von Hochzinsanleihen im letzten Jahrzehnt zu werfen.

Ein attraktives Risiko-/Ertragsprofil



Quelle: BofA Merrill Lynch, Indices are EUR hedged [10 Jahre bis zum 31. Dezember 2009]

Die Grafik links unten zeigt, dass die mit Hochzinsanleihen zu erzielenden Renditen wesentlich über den Erträgen von Aktien lagen. Der entscheidende Punkt ist aber, dass diese Renditen auch noch ein geringeres Risiko aufwiesen als Aktieninvestments. Berücksichtigt man, dass Anleihenbesitzer vorrangige Investoren sind, überrascht dies natürlich nicht. Denn für Unternehmen, die Anleihen emittieren, hat die Bedienung ihrer Kreditgeber in der Regel oberste Priorität – und steht damit auch über den Interessen von Aktionären.

Ein attraktives Risiko-/Ertragsprofil ist jedoch nur ein Argument, das für Hochzinsanleihen spricht. Ein weiteres ist die niedrige Korrelation dieser Anlageklasse mit den sonst üblichen Bausteinen eines Pensionsfonds.

Niedrige Korrelation = Diversifikationsvorteile und höhere Effizienz des Portfolios

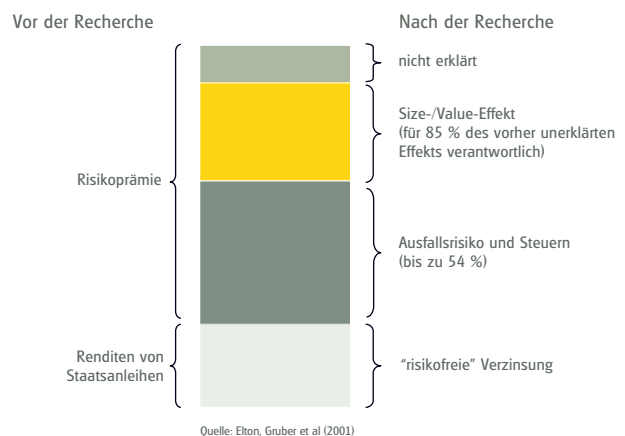
Anlageklasse	Korrelation zu Hochzinsanleih.
Staatsanleihen JP Morgan Global Govt Bonds	-0,18
Schwellenländeranleihen JP Morgan EMBI Global Diversified	0,73
Globale Anleihen mit erstklassiger Bonität (Investment Grade) Merrill Lynch Global Investment Grade	0,55
Immobilien EPRA 45% N. America + 40% EU + 15% Asia	0,69
Aktien MSCI World	0,54

Quelle: Sparinvest. Berechnungszeitraum vom 31.12.1999 bis zum 28.02.2010.

Das Kreditaufgeld – eine Komponentenanalyse

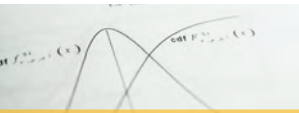
Möchte man ein genaues Verständnis dafür entwickeln, auf welche Art und Weise Hochzinsanleihen ihre Renditen erwirtschaften, muss man zunächst das Risiko verstehen, mit dem diese Anlageklasse behaftet ist. In der Vergangenheit wurden die höheren Renditen, die für Unternehmensanleihen im Vergleich zu Staatsanleihen gezahlt wurden, als notwendiger Ausgleich der Anleger für zwei Faktoren betrachtet: Zunächst sind die Erträge aus Anlagen in Unternehmensanleihen steuerpflichtig, wohingegen die Renditen von Staatsanleihen steuerfrei sind. Außerdem kann eine Unternehmensanleihe keine höhere Bonitätseinstufung aufweisen als das Land, in dem die entsprechende Firma ihren Sitz hat, weil ein Kreditausfall eines Unternehmens wahrscheinlicher ist als der eines Staates. Steuer- und Ausfallrisiko wurden als die logische Ursache für das „Kreditaufgeld“ von Unternehmensanleihen angesehen.

Im Jahr 2001 führten die Professoren Elton, Gruber und andere eine Studie durch, um herauszufinden, ob sich die Renditedifferenz zwischen Unternehmens- und Staatsanleihen auch durch andere Risikofaktoren erklären lässt. Sie stellten fest, dass lediglich etwas mehr als die Hälfte des Kreditaufgelds auf das Steuer- und das Ausfallrisiko zurückzuführen war. Die übrige Renditedifferenz war – wie die nachfolgende Grafik zeigt – vielmehr die Folge anderer, zuvor unbekannter Faktoren.



Die Untersuchungen von Elton und Gruber belegten, dass ein großer Teil der Zinsdifferenz, der zuvor nicht erklärbar war, auf die gleichen Faktoren zurückzuführen ist, die bereits von Fama & French als Auslöser für Überschusserträge an den Aktienmärkten identifiziert worden waren – nämlich die anlagestilbedingten Faktoren Unternehmensgröße und -wert.

Geht man davon aus, dass sowohl Anleiheninvestoren als auch Aktienanleger ihr Geld im Grunde genommen einem Unternehmen leihen, dann ist zu erwarten, dass die Faktoren Größe und Wert in beiden Marktsegmenten auch dieselben Risiko-/Ertragseffekte mit sich bringen. Ebenso wie Aktienanleger sollten auch Anleiheninvestoren für das als höher angesehene Risiko entschädigt werden, wenn sie kleineren und unterbewerteten Firmen Kredite geben. Aber sind von solchen Unternehmen emittierte Anleihen auch wirklich risikoreicher? Kleinere Firmen werden an den Kreditmärkten häufig allein wegen ihrer Größe abgestraft, ohne dass dabei die finanziellen Kennzahlen der entsprechenden Unternehmen berücksichtigt werden. Dabei bieten solche Firmen oft sehr attraktive Renditen. Dies ist vielfach darauf zurückzuführen, dass das Ausfallrisiko dieser Unternehmen im Vergleich zu ihren fundamental soliden Bilanzen vom Markt überschätzt (oder nicht ausreichend analysiert) wird. Zugegebenermaßen ist der Handel in Anleihen kleinerer Firmen zwar gelegentlich mit einem Liquiditätsrisiko behaftet, aber dies sollte einen langfristigen orientierten Anleger nicht von Engagements abhalten.



Hochzinsanleihen gewinnen Ansehen in Europa

Was unterbewertete Firmen betrifft, so ist das zusätzliche Risiko für Anleihenbesitzer auch auf die im Value-Sektor stärkere Verbreitung von M&A-Aktivitäten zurückzuführen. So wurden Unternehmensanleihen wegen ihrer lediglich zwei möglichen Endergebnisse – Nichtbedienung oder Rückzahlung - einmal als „binäres Produkt“ bezeichnet. Die Möglichkeit einer Übernahme sollte bei einem Kauf aber ebenfalls in Betracht gezogen werden. Dabei ist es äußerst wichtig zu überprüfen, dass die Anleihe im Falle eines Eigentümerwechsels eine Rückzahlungsgarantie bietet. Unter der Voraussetzung, dass die entsprechenden Klauseln zum Schutz von Anleihenbesitzern greifen, kann eine Unternehmensübernahme oder -fusion sogar sehr positive Auswirkungen haben. So bietet ein solches Ereignis zum einen die Option, Anleihen zum Nennwert zurückzugeben. Zum anderen besteht die Möglichkeit,

dass eine Anleihe dadurch eine höhere Bonitätseinstufung erhält, falls man davon ausgeht, dass sich durch die übernehmende Firma die Finanzkraft des Übernahmeziels verbessert.

Die Analysten sind sich einig, dass der High Yield-Sektor wegen einer kräftigen Nachfrage von Anlegern, die auf der Jagd nach Rendite sind, im Jahr 2010 wahrscheinlich weiter sehr fest tendieren wird und durchaus zweistellige Erträge erzielen kann. Im Gegensatz zu Aktien und Anleihen mit erstklassiger Bonität (Investment Grade) entwickeln sich Hochzinsanleihen während der ersten Zinsanhebungen nach einer Rezession zudem tendenziell erfreulich, weil die Konjunktur wieder anzieht und die Inflation die Schuldenlast schmälert.

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 Wechselkursschwankungen 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.