



Value Bonds

Inhalt

- Konjunkturerholung
- Rückgang der Ausfallrate wird erwartet
- Die Jagd nach Rendite hält an
- „Change-of-Control“-Klauseln werden immer wichtiger
- Nachrangige europäische Anleihen
- Für 2010 erwartete Rendite

Konjunkturerholung

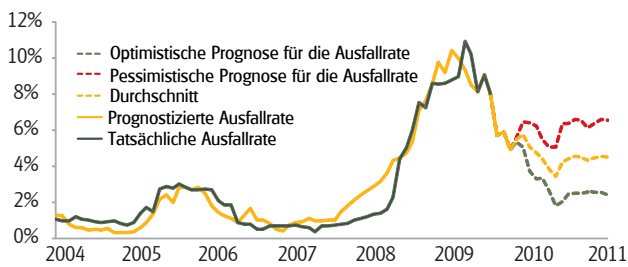
Die Weltwirtschaft zieht wieder an – wenn auch nur langsam. Die psychologischen Auswirkungen sinkender Wohnimmobilienpreise und einer steigenden Arbeitslosigkeit haben den Konsum gedämpft. Anstatt Geld auszugeben konzentrieren sich die Privathaushalte eher darauf, ihre Schulden zu tilgen – ein Trend, den die Banken sehr begrüßen.

Aber alles Unangenehme hat auch sein Gutes! Aufgrund der nur schleppenden konjunkturellen Trendwende hat der Ehrgeiz der Unternehmen, ihre Produktionsabläufe zu optimieren und ihre Verbindlichkeiten zu reduzieren, zugenommen. Diese Maßnahmen senken das Kreditrisiko von Unternehmensanleihen deutlich – eine Tendenz, die unserer Meinung nach anhalten wird!

Rückgang der Ausfallrate wird erwartet

In den letzten Monaten des Jahres 2009 sank die Zahl der Unternehmensausfälle stark. Dieser plötzliche Rückgang war in hohem Maße davon abhängig, inwieweit Firmen in der Lage waren, ihre laufenden Kredite angesichts eines sehr liquiden Kreditmarktes zu refinanzieren.

Im ersten Quartal 2010 hat das Value Bonds-Team einige Zeit investiert, um ein eigenes Modell zu entwickeln, mit dem die Ausfallrate ein Jahr im Voraus prognostiziert werden soll. Mit einer hohen Genauigkeit können wir mit diesem Modell die wahrscheinliche Ausfallrate für die kommenden 12 Monate vorhersagen. Dafür berücksichtigen wir lediglich vier US-Wirtschaftskennzahlen. So haben wir die Möglichkeit, den zukünftigen Kreditmarkt sowie mögliche Risikoszenarien zu analysieren.



Quellen: JP Morgan, Sparinvest Value Bonds

Betrachtet man zunächst die letzten fünf Jahre, so zeigt die Grafik, in welchem Maße die von uns prognostizierte Ausfallrate mit der tatsächlichen Ausfallrate übereinstimmt. Dabei haben wir lediglich vier wichtige Wirtschaftskennzahlen zugrunde gelegt, um die zukünftige Ausfallrate für vier Monate im Voraus vorherzusagen.

Darüber hinaus prognostizieren wir mit unserem Modell die Ausfallrate für 2010 auf der Grundlage von drei volkswirtschaftlichen Szenarien. Das Modell sagt eine Ausfallrate zwischen 2,5% (bei einem optimistischen Szenario) und 6,3% (bei einem pessimistischen Szenario) voraus. Unter der Annahme des durchschnittlichen Risikoszenarios gehen wir davon aus, dass die Ausfallrate von derzeit 7,4% bis Ende 2010 auf 4,4% sinken wird.

Die Jagd nach Rendite hält an

Das Ertragspotenzial von Unternehmensanleihen ist nach wie vor beeindruckend. Trotz der im historischen Vergleich hohen Renditen, die 2009 bereits realisiert wurden, erwarten wir noch einen weiteren Rückgang der Zinsdifferenzen. Die Gründe dafür sind die Vielzahl der kreditfördernden Maßnahmen, die momentan Wirkung zeigen, sowie das anhaltende Streben der Anleger nach Rendite.

Aufgrund ihres festen Kupons sind Unternehmensanleihen eine attraktive Anlageklasse. Außerdem werden Gläubiger im Falle eines Zahlungsausfalls gegenüber den Aktionären der entsprechenden Firma bevorzugt behandelt. Dies erklärt auch die attraktiven Erträge, die sich in den letzten 20 Jahren mit Unternehmensanleihen erzielen ließen. Im Durchschnitt erhält ein Anleger nach der Liquidation einer Firma 40% des Nennwertes einer Unternehmensanleihe. Wir als Value-Anleger sind bestrebt, das Verlustpotenzial im Falle eines Zahlungsausfalls zu minimieren, indem wir uns die Vermögenswerte einer Firma wie Rohstoffreserven, Lagerbestände und Immobilien ganz genau anschauen.

In den letzten drei Jahren haben Anleger im Sparinvest High Yield Value Bonds eine durchschnittliche Rendite von über 6% pro Jahr erzielt. Und zwar trotz der schlimmsten Kreditkrise seit 100 Jahren!

„Change-of-Control“-Klauseln werden immer wichtiger

Ein Dokument (der Verkaufsprospekt) enthält eine detaillierte Beschreibung jeder emittierten Unternehmensanleihe. Dieses Schriftstück definiert nicht nur unsere Position als Gläubiger gegenüber den anderen Anspruchsberechtigten im Falle eines Zahlungsausfalls, sondern umfasst auch Klauseln, mit denen der Spielraum des Konzernmanagements im Hinblick auf das Tagesgeschäft der Firma stark reglementiert wird. Inwieweit die Unternehmensleitung eingeschränkt wird, variiert jedoch sehr von Anleihe zu Anleihe. Einige dieser Klauseln können auf die zukünftige Entwicklung des Anleihenurses aber beträchtliche Auswirkungen haben.

Die Analyse von Anleihendokumentationen ist für uns als Value-Anleger ein wichtiger Bestandteil unserer Anlagestrategie. Wir bevorzugen Anleihen, deren Kreditklauseln dem Management enge Grenzen stecken und es dadurch zwingen, gläubigerfreundliche Unternehmensentscheidungen zu treffen. So sind beispielsweise die Ausschüttungen von Aktiendividenden und die Aufwendungen für Aktienrückkäufe bei einer Reihe der von uns gehaltenen Anleihen eingeschränkt. Diese beiden Kapitalmaßnahmen können die Anleihenurse nämlich belasten, weil dadurch die finanziellen Reserven einer Firma schrumpfen und somit auch das Kreditrisiko steigt.

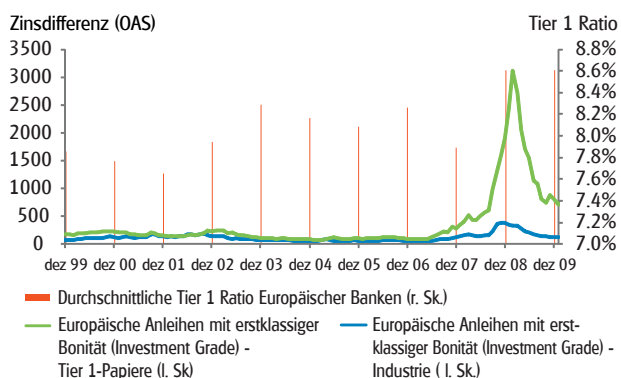
Die so genannte „Change-of-Control“-Klausel ist eine weitere sehr wichtige Komponente des Verkaufsprospekts einer Anleihe. Bei einer Fusion oder einer Unternehmensübernahme können Anleger dank dieser Klausel ihre Anleihen zum Kurs von 101 an die Firma zurückgeben. Diese Option ist insbesondere bei fremdfinanzierten Übernahmen („Leveraged Buyouts“ oder LBOs) vorteilhaft, bei denen Private Equity-Fonds die Übernahme finanzieren, indem sie die Schuldenlast einer Firma erhöhen. Das LBO-Risiko ist ein Paradebeispiel dafür, wie man den Anleihenwert für Anleger vernichten kann. Denn ein Anstieg der Verschuldung führt zwangsläufig zu einem Rückgang der Anleihenurse.

Seit dem Beginn des Konjunkturabschwungs und dem Zusammenbruch der Finanzmärkte waren kaum

Unternehmensübernahmen zu beobachten. Wir gehen jedoch davon aus, dass sich die LBO-Aktivitäten im Laufe der Zeit wieder intensivieren werden, weil Private Equity-Fonds wieder über mehr Geld für neue Investitionen verfügen. Wir als Value-Anleger messen der „Change-of-Control“-Klausel innerhalb des Verkaufsprospekts einer Anleihe deshalb eine große Bedeutung bei – vor allem bei jenen Firmen, die das höchste LBO-Risiko aufweisen. Es ist kein Geheimnis, dass insbesondere Value-Unternehmen mit einem niedrigen Kurs-Buchwert-Verhältnis, hochwertigen Vermögenswerten und soliden Bilanzen in der Regel als attraktive LBO-Ziele angesehen werden. Der Sparinvest Value Bonds ist bestrebt, dieses LBO-Risiko (neben anderen Sicherheitsmaßnahmen) durch „Change-of-Control“-Klauseln in eine positive Anlagechance umzuwandeln.

Nachrangige europäische Anleihen

Anfang 2009 entschloss sich das Value Bonds-Team, sein Augenmerk auf Anleihen zu richten, die von den größten europäischen Banken wie etwa der Fortis Bank emittiert wurden. Die Fortis Bank hatte 2008 – wie die meisten anderen großen europäischen Banken – mit Liquiditätsproblemen zu kämpfen. Die belgische Regierung unterstützte die Bank, indem sie einen Großteil der unmittelbaren Eigentumsrechte erwarb, während die französische Bank BNP Paribas, eines der stärksten Bankinstitute Europas, die übrigen Anteile übernahm. Darüber hinaus hat auch eine Reihe weiterer Staaten Ankurbelungsmaßnahmen ergriffen sowie sich an den am meisten unter Druck befindlichen Banken beteiligt.



Quellen: BofA Merrill Lynch & Barclays Capital

Diese Grafik zeigt, in welchem Maße sich die Kapitalisierung der größten europäischen Banken im Vergleich zu den

letzten Jahren bisher verbessert hat (steigende Tier 1 Ratio). (Bitte beachten Sie dazu die roten Säulen in obigem Diagramm sowie die Zahlen auf der rechten Seite). Die Zinsdifferenzen nachrangiger Anleihen sind zwar historisch betrachtet nach wie vor hoch, obwohl bei den größten europäischen Banken zuletzt ein ausgeprägter Abbau von Risikopositionen zu beobachten war. Unserer Meinung nach sind nachrangige Anleihen nach wie vor attraktiv bewertet. Darüber hinaus gehen wir davon aus, dass die Zinsdifferenzen im weiteren Verlauf des Jahres 2010 noch schrumpfen werden. Allerdings haben wir in einigen unserer zuerst getätigten Investments zuletzt Gewinne mitgenommen.

Für 2010 erwartete Rendite

Wir beurteilen die Aussichten für 2011 durchaus viel versprechend. Die Unternehmen werden ihre Gewinne dank einer effizienteren Produktion sowie des wieder anziehenden Weltwirtschaftswachstums bis zum Ende des Jahres 2010 wohl steigern können. Darüber hinaus verbessert sich die Profitabilität der Firmen deutlich, während ihre Schuldenlast gleichzeitig gesunken ist. Wir gehen davon aus, dass diese grundlegenden Maßnahmen Anlegern in Unternehmensanleihen weiter zugute kommen werden. Im ersten Quartal 2010 hat sich das Investmentmanagement-Team des Sparinvest High Yield Value Bonds bei neu emittierten und/oder bei vom Markt eher vernachlässigten Papieren, die von soliden, gut geführten Firmen begeben wurden, die Rosinen herausgepickt. Der Fonds weist derzeit einen durchschnittlichen Kupon von über 8% auf. Derweil liegt der durchschnittliche Anleihenkurs bei 85, während die effektive Rendite 11% beträgt.

Klaus Blaabjerg
Lead Portfolio Manager
12. April 2010

Sparinvest Value Bonds-Team



Klaus Blaabjerg
Lead Portfolio Manager



Sune Højholt Jensen
Senior Portfolio Manager



Toke Hjortshøj
Analyst



Anne Margrethe Tingleff
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 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.