

Aktuelle Unterbewertungen am High-Yield-Markt nutzen

Konsequenter Value-Investment-Ansatz und ein aktives Fondsmanagement sind der Schlüssel zum Erfolg

Börsen-Zeitung, 26.4.2008

In den vergangenen Monaten schienen für manchen Anleger die negativen Nachrichten am Finanzmarkt – Stichwort Subprime-Krise – kein Ende zu nehmen. Selbst High-Yield-Fonds, die aufgrund ihrer geringen Korrelation mit anderen Anlageklassen für renditeorientierte wie sicherheitsbewusste Investoren „das“ Tool zur Risikooptimierung ihres Portfolios sind, wurden in Mitleidenschaft gezogen. Nachdem 2006 noch durchschnittliche Erträge von 10% und

rung (BaselII) ausgegangen. Die Forderung nach einer risikoadäquaten Eigenkapitalausstattung der Banken hat sich unmittelbar auf die Verfügbarkeit von Bankkrediten und auf Kreditkonditionen ausgewirkt. Die Banken sind bei ihrer Kreditvergabe deutlich vorsichtiger geworden als noch vor einigen Jahren. Zwar besteht in Europa anders als in den USA die traditionell enge Zusammenarbeit von Banken und Unternehmen fort, da „klassische“ Kredite aber teurer geworden sind, hat die Finanzierung über High Yield Bonds für die Unternehmen an Attraktivität gewonnen. Der Markt hat sich entsprechend weiterentwickelt. In der derzeitigen Marktsituation besonders interessant und wichtig, dass europäische Hochzinsanleihen ironischerweise durch die Subprime-Krise eine viel deutlichere Abwertung erfahren haben als ihre US-amerikanischen Pendanten. Eine ganze

werten und Kurswert. Branche oder Herkunftsregion sind von geringer Bedeutung. Aus Gründen der Risikodiversifizierung ist jedoch eine sorgfältige Streuung über Länder und Sektoren sinnvoll.

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 Unternehmen. So haben Edwin J. Elton und Martin J. Gruber in ihren Studien den Fama-French-Faktor auf den Anleihenmarkt übertragen und festgestellt, dass 85% der Kredit-

spanne einen Ausgleich für systematische Risiken darstellt. Im Kreditgeschäft gilt zum Beispiel die Unternehmensgröße als Kreditrisiko. Das heißt, kleinere Unternehmen zahlen bei gleicher bilanzieller Verschuldung höhere Zinsen für einen Kredit als ein vergleichbares größeres Unternehmen. Im Umkehrschluss sind kleinere Unternehmen bereit, Anlegern höhere Zinsen auf ihre Anleihen zu zahlen. Gleichzeitig minimieren die gesunden Bilanzen das Ausfallrisiko dieser Unternehmen. Interessant dabei ist, dass in diesem Segment starke „B“-Firmen vielfach ähnliche Charakteristika aufweisen wie „BB“-Unter-

nehmen, aber über mehr Entwicklungspotenzial verfügen.

Wer die sich bietenden Chancen aus den aktuellen Unterbewertungen am High-Yield-Markt nutzen möchte, sollte jetzt einsteigen. Für Anleger, die dabei das Risiko überschaubar halten wollen, lohnt sich der Blick auf High-Yield-Fonds mit Value-Ansatz. Denn statt dem höchsten Zinscoupon – mit entsprechendem Ausfallrisiko – nachzujagen, stehen langfristig gute Renditen bei möglichst geringem Risiko im Vordergrund des Investments. Auf lange Sicht wird sich diese Strategie für den Anleger bezahlt machen.



Von Klaus Blaabjerg

Fondsmanager des Sparinvest High Yield Value Bonds Fonds

mehr vereinnahmt werden konnten, waren es 2007 im Schnitt kaum 3%.

Ein seltenes Ereignis, denn der Langzeitvergleich beim CSFB High Yield Index zeigt, dass seit 1986 in elf Jahren die Erträge zum Teil deutlich über 10, 2003 über 30 und 1991 sogar über 40% lagen. Ins Minus geriet der Index in den vergangenen 20 Jahren dagegen nur 1990, 1994 und 2000. Allerdings hat der Markt in der jüngsten Krise viele Unternehmen unverhältnismäßig hart abgestraft und auch deren Hochzinsanleihen zu stark abgewertet. Hier bieten sich derzeit sehr attraktive Renditechancen – wenn auf die richtigen Anleihen gesetzt wird. Value Investing heißt der Schlüssel zur erfolgreichen Auswahl im High-Yield-Markt.

Die Subprime-Krise sorgt anhaltend weltweit für Turbulenzen an den Finanzmärkten. Die Folge sind weitgreifende Kreditausfälle bei Kreditnehmern mangelnder Bonität. Nicht nur amerikanische, auch britische, Schweizer sowie deutsche Banken und Anleger mussten hohe Verluste abschreiben oder Insolvenz anmelden. Die Negativstimmung traf auch den Markt für Hochzinsanleihen – was nicht immer gerechtfertigt war. Denn das durchschnittliche Ausfallrisiko blieb und bleibt auf historisch niedrigem Niveau. Und anders als Aktien brauchen Hochzinsanleihen keine boomenden Märkte, um hohe Renditen zu generieren. Im Gegenteil: Ein hohes Wirtschaftswachstum mit steigenden Zinsen wäre problematisch, da es sich nachteilig auf die Bewertung bereits laufender Anleihen auswirken würde.

Dank Basel II mehr Breite

Die besten Renditechancen für High Yield Bonds bietet ein leichtes Marktwachstum mit stagnierendem oder leicht steigendem Zinsniveau, wie es derzeit vor allem in Europa zu finden ist. Hier gibt es aktuell die interessantesten Investmentchancen. Auch wenn die USA der größte und am weitesten entwickelte High-Yield-Markt der Welt bleiben, ist der europäische Markt in den letzten Jahren den Kinderschuhen erwachsen und breiter geworden. Inzwischen deckt er nahezu alle Sektoren ab – wichtig für eine breitere Risikodiversifizierung im High-Yield-Markt.

Positive Marktimpulse sind dabei von der Baseler Eigenkapitalvereinbarung

Reihe europäischer Unternehmen mit sehr guter Bilanz wird mit hohen Abschlägen gehandelt und bietet entsprechend großes Aufwärtspotenzial. Doch wie können diese Anleihen identifiziert werden?

Umsichtig investieren

Im Prinzip können High Yield Bonds die Performance des Portfolios signifikant verbessern, ohne das Risiko in nennenswertem Maße zu erhöhen – wenn umsichtig investiert wird. Ob eine gute Hochzinsanleihe mit 1 Prozentpunkt mehr oder weniger verzinst wird, wirkt sich erstaunlich gering auf die Performance eines breit gestreuten High-Yield-Bond-Fonds aus. Die Insolvenz eines einzigen Unternehmens und der Totalausfall der entsprechenden Anleihe können jedoch recht drastische Auswirkungen auf die Gesamtrendite haben. Denn jeder High Yield Bond hat begrenztes Potenzial nach oben, aber 100% Verlustrisiko. Folglich ist es von größerer Bedeutung, schlechte Anleihen zu vermeiden, als die besten herauszufiltern. Ein konsequenter Value-Investment-Ansatz und ein aktives Fondsmanagement sind der Schlüssel zum Erfolg.

Wissenschaftliche Untersuchungen der Aktienrendite seit 1926, unter anderem von Eugene Fama und Kenneth French, 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, spiegelt die langfristige Wertentwicklung einer Aktie den tatsächlichen, inneren Wert des Unternehmens wider. Dieses Prinzip ist nicht nur auf Aktien, sondern auch auf Renten anwendbar. Durch die Verknüpfung des Value-Ansatzes mit den High-Yield-spezifischen Ertragschancen lässt sich das Chance-Risiko-Profil von High-Yield-Fonds optimieren.

Value Investing im Rentensektor bedeutet, dass der innere Wert der Unternehmen, die Anleihen emittieren, im Fokus der Einzeltitelauswahl steht. Ausschließlich Hochzinsanleihen unterbewerteter Unternehmen mit geringer bilanzieller Verschuldung, deren Ausfallrisiko überschätzt wird, finden Aufnahme in die High-Yield-Bond-Portfolios. Das Fondsmanagement überprüft die Unternehmen hinsichtlich Gewinn, Vermögens-