

Die Strategie von Sparinvest bei der Verwaltung verschiedener Fonds und Mandate, die ausschließlich in dänische Anleihen investieren, wurde stark durch die folgenden Wissenschaftler und deren Forschungsergebnisse beeinflusst:

Frank K Reilly & Keith C Brown,

deren Buch „Investment Analysis and Portfolio Management“ (Investmentanalyse und Portfoliomanagement) für die meisten Volkswirtschaftsstudenten zur Pflichtlektüre gehört. Ihre Untersuchung der Zinssatzprognose ist wahrscheinlich die bekannteste von zahlreichen wissenschaftlichen Arbeiten zu diesem Thema. Alle diese Untersuchungen laufen darauf hinaus, dass es unmöglich ist, erfolgreich und konsistent Prognosen aufzustellen. Reilly und Brown weisen darauf hin, dass es am besten ist, überhaupt keine Prognose aufzustellen. Ihre Forschungsergebnisse deuten an, dass der beste Indikator für zukünftige Zinssätze eigentlich die aktuellen Zinssätze sind (beziehungsweise die aktuelle Ertragskurve ist).

Blake, Elton and Gruber,

die 1993 eine Abhandlung mit dem Titel: „Evaluating Government Bond Fund Performance with Stochastic Discount factors“ (Auswertung der Wertentwicklung von Rentenfonds anhand stochastischer Abzinsungsfaktoren) veröffentlicht haben. In dieser Abhandlung erörtern sie, dass vor allem die Kosten die Nettowertentwicklung von Rentenfonds bestimmen. Um die Auswirkungen der Kosten auf die Wertentwicklung zu vermindern, ist die Umschlagshäufigkeit beziehungsweise sind die Kosten auf ein Minimum zu beschränken.

Michael C Jensen,

dessen Abhandlung von 1968 „The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-64“ (Die Performance von Investmentfonds zwischen 1945 und 1964) die erste große Untersuchung zur Performance von Fondsmanagern war. Die Studie kam zu dem Schluss, dass kein Fondsmanager langfristig durch Market-Timing zusätzliche Rendite erzielen konnte.

Eugene Fama,

dessen Doktorarbeit in den 1960er Jahren Anlass zu der höchst einflussreichen Markteffizienzthese (Efficient Market Hypothesis) gab, die besagt, dass die Kurse von Wertpapieren jederzeit die den Marktteilnehmern zugänglichen Informationen widerspiegeln. Demzufolge sollte bei einem effizienten Markt kein Anleger erwarten, eine Wertentwicklung zu erzielen, die die eines für diesen Markt angemessenen Leitindex anhaltend übertrifft.

Anleihen-Strategie

Benjamin Graham

Des Weiteren berücksichtigen wir den menschlichen Faktor, der sich laut Benjamin Graham auf alle Anlagen auswirkt:

„Das Hauptproblem des Anlegers – und sogar sein größter Feind – ist wahrscheinlich er selbst.“ ■

Die besondere Eigenart des dänischen Rentenmarkts kann nur nachempfunden werden, wenn man die Investmentinstrumente kennt, die zwei Drittel des gesamten Marktwerts ausmachen, nämlich die Hypothekenanleihen. Das dänische Hypothekensystem verdankt seinen Ursprung einem katastrophalen Ereignis, das vor mehr als 200 Jahren eintrat.

Im Jahre 1795 brach in der Innenstadt von Kopenhagen ein Brand aus, der binnen 24 Stunden ein Viertel der Häuser der Stadt zerstörte. Die damalige Regierung konnte nicht für die Kosten des weitreichenden Wiederaufbauprogramms aufkommen. Deshalb wurde in 1797 die Kreditkassen for Husejere i Kjøbenhavn (Kreditgenossenschaft für die Hauseigentümer von Kopenhagen) gegründet – die erste dänische Hypothekenkreditanstalt.

Im Prinzip bestand das Programm darin, Hypothekennachfragen zusammenzulegen, damit die Darlehensnehmer mit den Darlehensgebern bessere Zinssätze verhandeln konnten, als sie einzeln in der Lage gewesen wären. Das Programm war so erfolgreich, dass die Regierung es gesetzlich verankerte und es bis heute die vorherrschende Methode zur Finanzierung von Eigenheimen in Dänemark ist.

Dänemark besitzt heute einen der größten, am besten geführten und widerstandsfähigsten Hypothekensmärkte der Welt mit einem Wert von über 180 Mrd. Euro. Moody's hat diesen Markt für das sicherste Hypothekensystem weltweit erklärt, dessen drei größte Anleihenemittenten ein Rating von AAA besitzen. Trotz Weltkriegen und Wirtschafts- oder politischen Krisen hat es hier beim Handel mit Hypothekenanleihen in 200 Jahren keinen einzigen Zahlungsausfall gegeben. Aus diesem Grund sind die dänischen Hypothekenanleihen als eine der sichersten Anlagemöglichkeiten eingestuft. Sie besitzen jedoch auch einzigartige Merkmale, die Anlegern überdurchschnittliche Erträge mit hoher Kapitalsicherheit bieten. ■

In Dänemark kann der Kauf eines Eigenheims nur zu 80% mit einer Hypothek finanziert werden und der Kauf eines gewerblichen Gebäudes nur zu 60%. Die dänischen Hypotheken werden so strukturiert, dass sie sowohl für den Erwerber der Hypothek (Darlehensnehmer) als auch letzten Endes für Anleger in vom Markt emittierte hypothekenbesicherte Wertpapiere (Asset Backed Securities) äußerst günstig sind. Die Investoren sind in der Regel Pensionsfonds, Investmentfonds und Versicherungsgesellschaften.

Vorteile für die Darlehensnehmer

Der Darlehensnehmer ist durch eine Kombination aus festen Zinssätzen und der Option zur Tilgung des Darlehns vor Endfälligkeit (zum Nennwert zuzüglich Verwaltungskosten – die sogenannte vorzeitige Rückzahlung) geschützt. Steigen die Zinsen nach dem Kauf des Eigenheims, ist das laufende Darlehn davon nicht betroffen. Fallen die Zinsen, kann der

Dänemark, einzigartig unter den europäischen Rentenmärkten

Über die dänischen Hypothekenanleihen

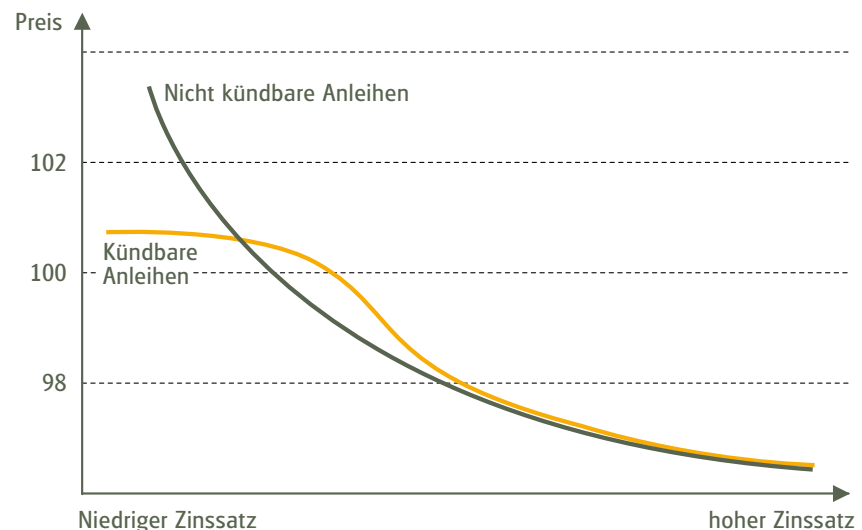
Anleihen-Strategie

Darlehensnehmer das laufende Darlehn vorzeitig tilgen und zu einem niedrigeren Zinssatz eine neue Hypothek aufnehmen.

Vorteile für den Anleger

Dänische Hypotheken werden von Kreditinstituten finanziert, die Anleihetranchen mit Festkuponen und langen Laufzeiten ausgeben. Die hypothekenbesicherten Wertpapiere werden zusammengelegt und vereinheitlicht, wodurch sie sehr liquide werden. Diese Anleihen unterliegen dem „Ausgleichsprinzip“, d.h. Fälligkeit und Cashflows der Anleihen haben denen der zugrunde liegenden Darlehen fast vollkommen zu entsprechen. Ungefähr die Hälfte der dänischen Hypothekenanleihen sind kündbar und die Darlehensnehmer haben die Möglichkeit, ihre Darlehen zum Nennwert zu tilgen. In der Vergangenheit konnten kündbare Anleihen höhere Erträge einbringen als nicht kündbare Anleihen mit derselben Bonität, da sie eine Prämie bieten, die Anleger für das Risiko einer vorzeitigen Rückzahlung entschädigt. Kündbare Anleihen müssen jedoch laufend überprüft werden, um das Risiko einer eventuellen vorzeitigen Rückzahlung zu verfolgen. ■

Preis-Trend kündbarer Anleihen



Wenn die Zinssätze sinken, wird die Wahrscheinlichkeit einer vorzeitigen Rückzahlung einer kündbaren Anleihe höher, was eine höhere Prämie als Ausgleich für das höhere Risiko zur Folge hat. Rückzahlungen im großen Umfang haben zur Folge, dass der Preis abflacht. ■

Der Investmentansatz von Sparinvest bei festverzinslichen Anlagen

Ein langfristiger Anlagehorizont und ein konstantes Risikoprofil

Bei Sparinvest steht Sorgfalt im Mittelpunkt der Investmentphilosophie.

Wir sind der Meinung, dass Anleger das Recht haben, festverzinsliche Wertpapiere als den soliden und verlässlichen Bestandteil ihres Investmentportfolios anzusehen. Wir investieren, um ein konstantes Risikoprofil zu erhalten und entwickeln „gut funktionierende“ Anlageinstrumente, die zuverlässig ihre Position im Laufzeitspektrum halten und bieten Anlegern einen verlässlichen Mechanismus zum Ausgleich ihrer Verbindlichkeiten.

Sparinvest hält sich bei der Verwaltung von Rentenfonds an eine klar definierte Laufzeit. Ein Fonds mit kurzen Laufzeiten sollte sich verhalten wie ein Fonds mit kurzen Laufzeiten und die Chancen seiner Investmentstrategie maximieren. Ein Fonds mit langen Laufzeiten

Anleihen-Strategie

Investmentphilosophie

sollte danach streben, die Renditen für die Investoren über einen langen Anlagezeitraum zu maximieren. Unsere umfassende Expertise in der Verwaltung von dänischen Anleihe-Fonds befähigt uns, Mandate erfolgreich über das gesamte Laufzeitspektrum zu managen.

Unseren Anlegern raten wir, ihre Risikoprofile und Portfolios möglichst konstant zu halten. ■

Prognosen sind unmöglich

Wissenschaftliche Untersuchungen bestätigen die Ansicht von Sparinvest, dass Zinsbewegungen nicht vorausszusehen sind. Folglich versuchen wir auch nicht, unsere Anleihenportfolios Vermutungen anzupassen. Stattdessen sehen wir uns die aktuelle Zinsertragskurve an und messen das inhärente Risiko jedes Portfolios, um sicherzustellen, dass es dem entspricht, was wir unseren Investoren in Aussicht gestellt haben. Wir beobachten ständig die Szenarios, wie viel die Anleger bei einem Zinsrückgang von 1% gewinnen, bzw. wie viel sie bei einem Zinsanstieg von 1% verlieren werden, bezogen auf ihren jeweiligen Portfoliobestand.

Es ist unser Ziel, über die Zeit eine gute relative Wertentwicklung, die unabhängig von Marktbewegungen und Zinsänderungen die Benchmark übertrifft, zu erreichen.

Niedrige Umschlagshäufigkeit

Ergebnisse wissenschaftlicher Untersuchungen beweisen, dass die Kosten die Wertentwicklung von Anleihenfonds beeinträchtigen. Unser Anleihen-Team ist daher ständig bemüht, die Umschlagshäufigkeit und Kosten auf ein Minimum zu beschränken.

Unsere Anlagepolitik definiert sich wie folgt:

- die Umschlagshäufigkeit niedrig halten;
- die Portfolios nur ändern, um höhere zukünftige Erträge zu erzielen oder die vorteilhaften Steuerregelungen bestimmter Märkte zu nutzen;
- wir sind an keine Investmentbanken angeschlossen und generieren durch Transaktionen keine Erträge. Deshalb handeln wir nur dann, wenn eine Neugewichtung des Portfolios grundsätzlich erforderlich ist;
- die niedrigsten Transaktionskosten bei den verschiedenen Maklern finden;
- nur tatsächlich entstandene Transaktionskosten ohne Aufschläge oder versteckte Margen an den Kunden weitergeben;
- die Verwaltungskosten so niedrig und wettbewerbsfähig wie möglich halten.

Vermeidung von Market-Timing Entscheidungen

Der Rentenbranche stehen eine Unmenge von Wirtschaftsdaten zur Verfügung, und die Überwachung von Daten ist eine ihrer Lieblingsbeschäftigungen. Auf bestimmte Statistiken wird mit besonderer Ungeduld gewartet, da man diese als nützliche Indikatoren für die Bestimmung der zukünftigen Entwicklung der Zinssätze ansieht. An bestimmten Tagen veröffentlicht die dänische Regierung wichtige Daten über den Immobilienmarkt, die Inflation, den Beschäftigungsgrad, das Umsatzniveau und andere „Vertrauensindikatoren“.

Obwohl Sparinvest nicht versucht, Zinsbewegungen vorauszusagen, erkennen wir natürlich an, dass die „Markteffizienzthese“ auf verfügbaren Informationen beruht und dass die veröffentlichten wichtigen Konjunkturbarometer den Markt (positiv oder

Anleihen-Strategie

negativ) beeinflussen. Deswegen sind wir bei der Notwendigkeit einer Anpassung unserer Portfolios darauf bedacht, entweder nicht an Tagen zu handeln, an denen die Wirtschaftsdaten veröffentlicht werden, oder die Anpassung je zur Hälfte an den Tagen vor und nach der Veröffentlichung vorzunehmen.

Berücksichtigung des menschlichen Faktors

Natürlich erschüttert ein Marktrückgang das Vertrauen der Anleger, aber erfahrungsgemäß werden Verluste mit einer Änderung der Strategie selten wieder eingebracht. Unser Ziel ist somit eine disziplinierte und fokussierte Strategie anzuwenden, egal ob Gewinne oder Verluste erzielt werden.

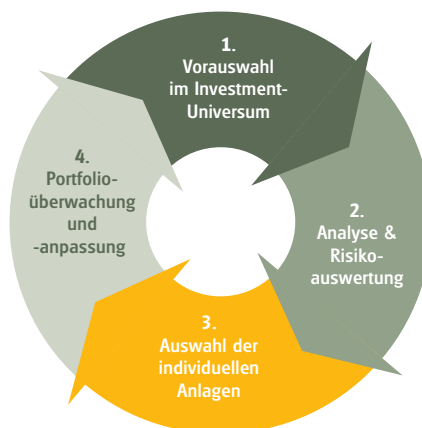
Um die anhaltende Umsetzung dieses Ziel zu gewährleisten, prüft unser Investmentkomitee die Fondsmanager in regelmäßigen Abständen und stellt auf diese Weise sicher, dass sie bei der Verwaltung ihrer Portfolios nicht von diesem Anlagestil abweichen. Das Ziel besteht darin, die Fonds im Einklang mit den Erwartungen der Anleger und dem Risikoprofil des Fonds zu verwalten. ■

Investmentprozess

Wenn wir ein Rentenportfolio zusammenstellen oder übernehmen, bestimmen wir als Erstes sein Risikoprofil und unsere Investmentparameter. Wir halten die Zinslaufzeit für eine „feste“ Risikogrenze, die Allokation des Portfolios zu Segmenten, die den Aufbau des restlichen Anleihenmarkts widerspiegelt, hingegen für eine „flexible“ Risikogrenze, die sich im Laufe der Zeit ändern kann. Wir sehen uns die verschiedenen verfügbaren Arten von Anleihen an und wählen diejenigen, die das Anlageziel des Portfolios am besten erfüllen können. Zur höheren Effizienz und Diversifizierung fügen wir verschiedene Arten von Anleihen wie z.B. Staatsanleihen, kündbare und nicht kündbare Hypothekendarlehen und variabel verzinsliche Schuldtitel zum Portfolio hinzu. Des Weiteren wählen wir den Index, mit dem die Performance des Portfolios verglichen wird.

Nach Aufbau des Portfolios läuft der Investmentprozess weiter, mit dem konstanten Ziel sicherzustellen, dass die Ausrichtung des Portfolios mit dem zu Beginn bestimmten Risikoprofil übereinstimmt.

Laufender Prozess



1) Tägliche Selektion

Bei der genauen Überwachung des Portfolios verlassen wir uns auf eine umfassende Datenbank mit über 2.000 einzelnen Anleihen und auf die tägliche Eingabe von

Anleihen-Strategie

über 150 Kennzahlen. Basierend auf den aktuellen Zinssätzen verfolgen wir mit diesen Informationen die Risiken vorzeitiger Rückzahlungen bei den kündbaren Hypothekenanleihen und stellen im Hinblick auf die Wahrscheinlichkeit einer vorzeitigen Rückzahlung bei diesen Anleihen des Portfolios eine angemessene Streuung zwischen Anleihen die unter, über oder zu Par notieren, sicher.

2) Risikoauswertung

Unter Verwendung der wesentlichen Daten sind wir darauf bedacht, das Portfolio mit Blick auf seinen Ertragshorizont zu optimieren, die relevante Diversifikation, die Laufzeit sowie das Risiko zu definieren. Das sich ergebende Musterportfolio bildet die Basis für subjektivere Analysen, da wir eventuell Präferenzen oder eigene Meinungen zu bestimmten Anleihen haben.

3) Subjektive Analysen

Um die Allokation des Portfolios optimal zu gestalten, analysieren unsere erfahrenen Rentenfondsmanager das Musterportfolio sowohl im Hinblick auf die einzelnen Anleihen als auch auf das Portfolio insgesamt. Sie machen jede Störung des Marktgleichgewichts ausfindig, wie die Liquidität bestimmter Instrumente, steuerliche Auswirkungen und die Risiko/Rendite -Relation von Carry Trades, von denen der Fonds profitieren könnte. Nachdem sie das ideale „theoretische Portfolio“ bestimmt haben, führen sie die Transaktionen durch, die die Ziele des Portfolios am besten realisieren können.

4) Überwachung des idealen Portfolios

Wir schränken die Kosten ein, indem wir nur handeln, wenn es unbedingt nötig ist, und dann auch nur mit „Ausführung bestens“.

Wir bezahlen keine Investmentbanken für Analysen, da wir auf unsere internen Kompetenzen vertrauen. Die Portfolios werden täglich daraufhin überprüft, ob ihr Risikoprofil unverändert ist und nach wie vor den Erwartungen der Anleger entspricht.

Bei der täglichen Verwaltung des Portfolios zielen wir ab auf „Ausführung bestens“ und eine niedrige Umschlagshäufigkeit beziehungsweise Transaktionsaktivität. Wir überwachen umsatzschwache Anleihen, Rückkaufsfälle und Engpässe, steuerliche Auswirkungen (dies ist auch für Anleger von Bedeutung, für die keine Steuern einbehalten werden) sowie Risiko/Rendite-Relationen für Carry Trades und Portfoliodiversifikation, wobei wir vorwiegend auf der Basis quantitativer Analysen eine Mischung von einigen großen und vielen kleinen Positionen anstreben. ■

Zusammenfassung

Die Strategie von Sparinvest für festverzinsliche Anlagen ist:

- die Ergebnisse akademischer Untersuchungen im Management von Anleihen-Fonds anzuwenden;
- das Risikoprofil konstant zu halten, anstatt Zinsbewegungen vorauszusagen;
- die Kosten auf ein Minimum zu reduzieren;
- Handelsgeschäfte auf der Basis von Konjunkturbarometern zu vermeiden oder sich von diesen zu stark beeinflussen zu lassen;
- unsere Investmentstrategie stets diszipliniert und ihren Grundsätzen getreu einzuhalten. ■

Notizen

Der angegebene Fonds ist ein Teilfonds von Sparinvest SICAV, einer offenen Investmentgesellschaft luxemburgischen Rechts. Die Zeichnung von Anteilen muss stets auf Grundlage des aktuellsten Verkaufsprospekt und/oder des vereinfachten Verkaufsprospekts sowie des aktuellsten 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 aus 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.