

Bei der Einführung der Value-Bonds-Strategie wurde Sparinvest stark beeinflusst durch die folgenden Wissenschaftler, denen wir unseren Dank aussprechen möchten:

Fama & French

für ihre Entdeckung des Marktkapitalisierungs-/Value-Effekts auf das Risiko der Aktienmärkte. Mit einem Modell, das Aktien nach ihrer Marktkapitalisierung und ihrem Kurs-Buchwert (Value) einstuft, stellten Fama und French die Renditen des US-Aktienmarkts in den drei Jahrzehnten von 1964 bis 1995 grafisch dar. Die Ergebnisse veranschaulichten, dass die zwei zusätzlichen Faktoren, Marktkapitalisierung und Value eines Unternehmens, bei weitem mehr zur Rendite einer Anlage beitragen als das Beta einer Aktie. Kleine und unterbewertete Unternehmen boten Anlegern ein besseres Verhältnis zwischen Rendite und Risiko.

Edwin J Elton and Martin J Gruber

für ihre Erkenntnis, dass die Fama/French-Faktoren auch für Unternehmensanleihen gelten. 2001 untersuchten Elton und Gruber, beide Nomura-Finanzprofessoren an der New York University, die Differenz zwischen den Zinsen von Unternehmens- und Staatsanleihen. Sie kamen zu dem Schluss, dass die zusätzliche Rendite der Unternehmensanleihen im Vergleich zu der der Staatsanleihen nicht nur auf den Ausgleich von Steuern und Ausfallsrisiko zurückzuführen war, wie zuvor angenommen wurde. Ein wesentlicher Bestandteil des Renditeaufschlags konnte als Belohnung der Anleger dafür erklärt werden, dass sie das systematische Risiko der Investition in kleinere und unterbewertete Unternehmen übernehmen. ■

In der Vergangenheit wurde angenommen, dass Anlegern aus den folgenden zwei Gründen für Unternehmensanleihen höhere Renditen als für Staatsanleihen bezahlt werden:

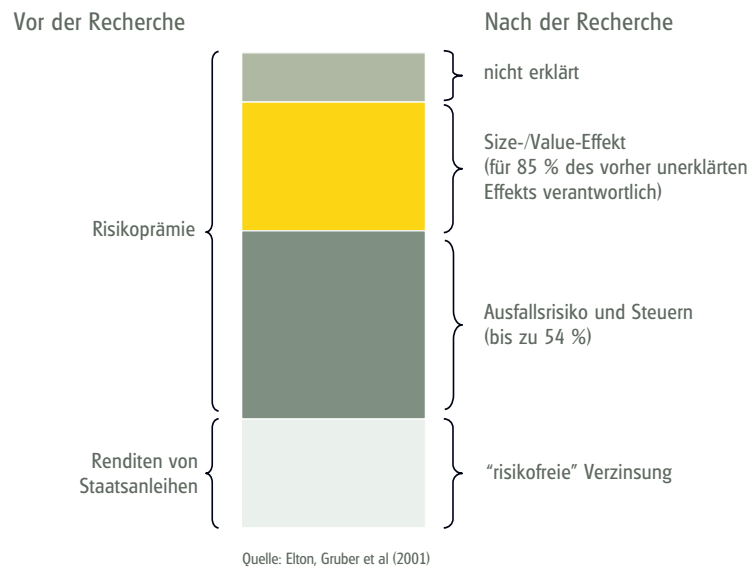
- Erträge aus Unternehmensanleihen sind steuerpflichtig, während Staatsanleihen keiner Besteuerung unterliegen, und
- eine Unternehmensanleihe kann nicht höher eingestuft sein, als das Land, in dem sie emittiert wurde, da eine Zahlungsunfähigkeit des Unternehmens wahrscheinlicher ist als die eines Landes.

Das Steuer- und Ausfallsrisiko wurde als logische Erklärung für den „Renditeaufschlag“ akzeptiert, der mit Unternehmensanleihen einhergeht.

2001 führten die Professoren Elton und Gruber et al. eine Studie durch, um festzustellen, ob andere Risikofaktoren die Differenz zwischen den Zinsen von Unternehmens- und Staatsanleihen besser erklären könnten. Sie erkannten, dass das Steuer- und Ausfallsrisiko nur etwas mehr als die Hälfte der Kreditprämie ausmacht. Die restliche Zinssatzdifferenz war anderen, bisher nicht bekannten Faktoren zuzuschreiben. ■

Value-Bonds-Strategie

Die Aufschlüsselung der Rendite bis zur Fälligkeit nach Elton/Gruber



Die Recherchen von Elton und Gruber ergaben, dass ein beträchtlicher Teil des bisher unbekanntes Kreditspread-Elements auf dieselben Faktoren zurückzuführen ist, die Fama und French als die Anzeiger für die zusätzlichen Renditen der Aktienmärkte identifiziert haben – nämlich Marktkapitalisierung und Value.

Da sowohl Inhaber von Anleihen als auch Aktionäre quasi ihre Mittel einem Unternehmen leihen, ist zu erwarten, dass an beiden Märkten dieselben Marktkapitalisierung/Value- und Risiko/Rendite-Effekte gelten. Warum sollten also nicht auch Inhaber von Anleihen für die angeblich höheren Risiken entschädigt werden, die mit Krediten an kleine und unterbewertete Unternehmen einhergehen?

Für das Investmentkomitee von Sparinvest warf diese Recherche eine interessante Frage auf: Könnte man die Vorgehensweise bei Value-Aktien-Investments auch auf die Verwaltung eines Fonds mit Unternehmensanleihen anwenden und höhere Renditen durch die Nutzung von Marktkapitalisierungs- und Value-Faktoren erzielen? ■

Die Investmentphilosophie von Sparinvest bedeutet, dass wir das Risiko eines Kursrückgangs genau untersuchen, bevor wir uns zu einer Anlage entschließen. Die Recherchen von Elton und Gruber weisen darauf hin, dass ein Portfolio von Unternehmensanleihen für das Risikobudget eines Anlegers höhere Erträge bieten könnte, sofern die mit unterbewerteten und kleinen Unternehmen verbundene Risiken genau geprüft wurden.

Sparinvests einzigartige Kombination von:

- langjähriger erwiesener Expertise am Rentenmarkt;
- jahrzehntelanger Erfahrung als eines der erfolgreichsten europäischen Unternehmen im Bereich Value-Investing;
- einer auf wissenschaftlichen Ergebnissen beruhenden Produktentwicklung, die uns in die Lage versetzt, die Theorie auf die Probe zu stellen.

Unsere quantitativen Analysten haben die „neu entdeckten“ Bestandteile des Risikoaufschlags ausgewertet, um die Wirksamkeit von Value-Filtern bei Unternehmensanleihen zu erfassen. Sie begannen mit dem hochverzinslichen Sektor, wo sie eindeutiger Ergebnisse erwarteten. Die Ergebnisse von drei verschiedenen Auswertungen waren vielversprechend. ■

Value-Vorauswahl der Komponenten des Renditeaufschlags

Value-Bonds-Strategie

Die drei Value-Filter:

Kurs-Buchwert

Bei dieser Auswertung sollte man im Anleihenmarkt einiges berücksichtigen. Viele Unternehmen werden mit einem niedrigen Preis gehandelt, ihre Schuldenlast kann jedoch zu hoch sein. Im Idealfall benötigt ein Unternehmen ein „Eigenkapitalpolster“, um bei Bedarf zusätzliches Fremdkapital aufnehmen zu können, ohne in Konkurs zu geraten. Die Auswertung des KBVs (Kurs-Buchwert-Verhältnisses, P/B) in Kombination mit der Auswertung des Nettoverschuldungsgrades relativ zum Eigenkapital (Net-Debt-to-Equity, NDE) führt zu einem robusteren Portfolio und zur Vermeidung von Anleihen mit niedriger Qualität.

Ergebnis = der Kurs-Buchwert-Filter ergibt höhere Renditen, aber auch viel höhere Volatilität

Marktkapitalisierung

Diese Auswertung überzeugte Sparinvest davon, dass die Value-Strategie die Renditen am Anleihenmarkt erhöhen könnte. Logischerweise sind höhere Renditen von kleineren Unternehmen zu erwarten. Ratingagenturen bevorzugen Großunternehmen und „bestrafen“ kleine Unternehmen allein aufgrund ihrer geringeren Marktkapitalisierung, egal wie solide ihre Bilanzen sind. Unternehmen mit niedrigerer Bonität müssen bei der Emission von Anleihen höhere Zinsen bezahlen.

Ergebnis = der Marktkapitalisierungs-Filter ergibt viel höhere Renditen bei geringfügig erhöhter Volatilität

Nettoverschuldungsgrad relativ zum Eigenkapital (NDE)

Diese Auswertung erfasst den Verschuldungsgrad eines Unternehmens und korreliert in hohem Maße mit dem Ausfallsrisiko. Je höher der Verschuldungsgrad (höherer Nettoverschuldungsgrad relativ zum Eigenkapital) desto wahrscheinlicher ist ein Ausfall. Benjamin Graham, der Erfinder von Value-Investing, verwendete diesen Test bei seinen Berechnungen der Sicherheitsmarge, um das Risiko des Kursrückgangs einer Anlage zu erfassen. Zu Anleihen äußerte er sich wie folgt:

„Wir sind davon überzeugt, dass es nicht nur wichtig ist, dass der Gesamtwert des laufenden Geschäftsbetriebs die Unternehmensschulden erheblich übersteigt, sondern, dass dies unbedingt notwendig ist, damit eine Investition in die Unternehmensanleihe überhaupt Sinn macht.“

Ein Anleihen-Investor, der sich an Value-Investmentprinzipien hält, sucht somit nach Unternehmen mit einem niedrigen Verschuldungsgrad als Hinweis darauf, dass ein Unternehmen jedes Jahr seinen Verpflichtungen nachkommen kann, und bei denen er im Falle eines Ausfalls eine angemessene Rückzahlungsquote erhält.

Ergebnis = NDE-Filter ergibt höhere Renditen bei ähnlicher Volatilität ■

Da Sparinvest davon überzeugt ist, dass ein optimales Anleihenportfolio aus einer Mischung von Investment Grade und High Yield-Anleihen besteht, haben wir einen Backtest durchgeführt und dieselben Value-Filter gleichzeitig im Investment Grade-Bereich angewendet.

Ergebnis = Value-Filter ergeben höhere Renditen bei ähnlicher Volatilität und somit eine höhere Sharpe-Ratio für die Value Investment Grade-Strategie.

Aufgrund der günstigen Ergebnisse haben wir einen Fond aufgelegt, der diese Strategie verfolgt. ■

Value-Bonds-Strategie

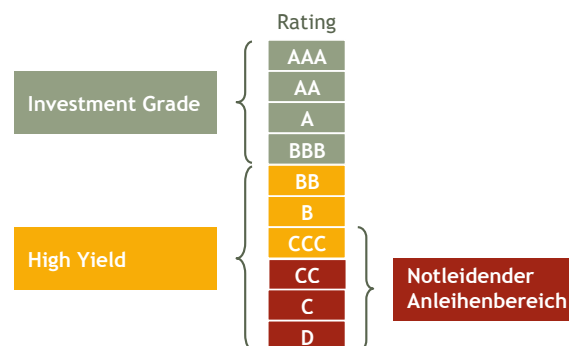
Mit Sorgfalt in Unternehmensanleihen investieren

Bei Sparinvest steht Sorgfalt im Mittelpunkt der Investmentphilosophie.

Wir sind der Meinung, dass Anleger das Recht haben, festverzinsliche Anlagen als den soliden und verlässlichen Teil ihres Investmentportfolios anzusehen. Wir streben daher an, sicherzustellen, dass alle unsere Rentenfonds ein niedriges Risikoprofil aufweisen. Unser High Yield-Portfolio hat einen durchschnittlichen Nettoverschuldungsgrad relativ zum Eigenkapital, der durchweg weit unter dem Marktdurchschnitt liegt und wir fügen zu diesem Portfolio nur die Unternehmen mit einem Rating von CCC hinzu, die eine Rezession wahrscheinlich überstehen werden. Unser Investment Grade-Portfolio ist bewusst aus Unternehmen zusammengesetzt, die nicht im Fokus fremdfinanzierter Übernahmen stehen, da diese das Risiko des Anleihebesitzes erhöhen können.

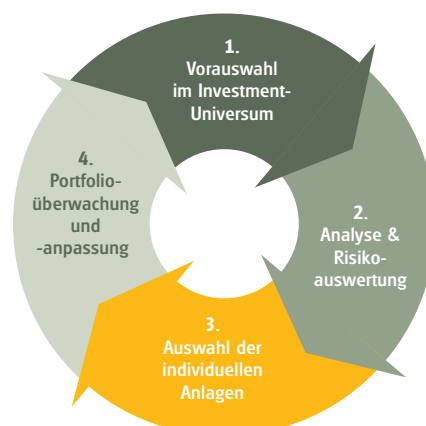
Aus Diversifizierungsgründen umfassen die zwei Value Bonds-Fonds von Sparinvest die gesamte Ertragskurve und das gesamte Kreditspektrum. Die Kombination dieser beiden Fonds in einem Asset Allocation Modell ist perfekt, um ein optimales Portfolio von Unternehmensanleihen zusammenzustellen. ■

Bewertung der Kreditqualität



Das Fehlen eines offiziellen Kreditratings muss nicht zwangsläufig heißen, dass die Anleihen eines Unternehmens ein riskanteres Investment sind. Die Tatsache, dass Unternehmen dafür bezahlen müssen, dass ihre Emissionen bewertet werden, hat zur Konsequenz, dass einige sich dafür entscheiden, dem Rating-System fernzubleiben. In jedem Fall wird Sparinvest immer seine eigene Finanz- und Kreditanalyse eines Unternehmens durchführen und eine Investmententscheidung immer auf unabhängige Weise treffen. ■

Der Sparinvest Value-Bonds-Investmentprozess



Value-Bonds-Strategie

Ein genauer Blick auf den Investmentprozess

Bei der Suche nach Value-Anleihen sind exakte Analysen erforderlich. Die wahren Vorteile der Anleihen eines Unternehmens können nur festgestellt werden, wenn sachkundige Analysten die Bilanz und betriebswirtschaftlichen Rahmendaten prüfen. Der Investmentprozess von Sparinvest bei der Anlage in Value-Anleihen besteht aus vier Phasen:

1) Vorauswahl

Die erste Phase dieses Prozesses erfordert die Prüfung von ca. 4.000 Anleiheemittenten und 30.000 Anleihen. Da wir ständig darauf bedacht sind, das Ausfallrisiko einzuschränken, bevorzugen wir entwickelte Märkte, deren politisches Risiko gering ist. Zuerst stellen wir fest, ob es sich bei dem Unternehmen um eine attraktive Anlagegelegenheit handelt (im Sinne der Rückzahlungsfähigkeit und fallender Ausfallwahrscheinlichkeit). Dann untersuchen wir, ob die Schuldtitel des Unternehmens günstig sind und ob sie im Vergleich zum Kreditmarkt mit einem soliden Renditeaufschlag gehandelt werden. Unser ideales Szenario ist ein günstiger Kurs am Aktienmarkt (40% unter dem Substanzwert) und ein günstiger Kurs am Kreditmarkt (im Vergleich zum Renditeaufschlag).

2) Unternehmensanalyse

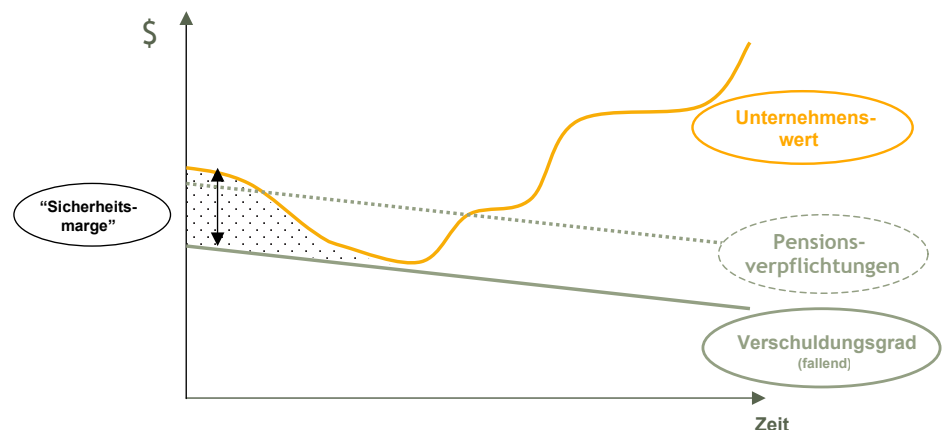
Mit unserem Auswahlverfahren machen wir ca. 300 Unternehmen ausfindig, die weiterer Untersuchungen würdig sind.

Wir führen auf der Grundlage von Value-Grundsätzen traditionelle Unternehmensanalysen durch, wobei wir dem Nettoverschuldungsgrad relativ zum Eigenkapital und den Cashflow-Daten besondere Aufmerksamkeit schenken. Obwohl wir unterschiedliche Daten bevorzugen, arbeiten wir bei dieser Aufgabe eng mit dem Value-Aktienteam von Sparinvest zusammen, um die Attraktivität einer Anlage zu bestimmen. In der Tat wählen wir selten dieselben Unternehmen wie das Value-Aktienteam.

Neben den traditionellen Kreditanalysen prüfen wir auch die Pensionsverpflichtungen des Unternehmens, seinen Geschäftswert und etwaige versteckte Werte wie Immobilien, bilanzexterne Posten und die Tendenz des Unternehmens, Interessengruppen höhere Priorität zuzuordnen als Aktionären.

3) Risikoabwägungen

In dieser Phase des Prozesses suchen wir nach finanzstarken Unternehmen, die ihre Schulden über längere Zeit tilgen können. Dazu bewerten wir die langfristige Ertragskraft und die Rückzahlungsquote im Falle eines Konjunkturabschwungs.



Value-Bonds-Strategie

Benjamin Graham definiert die für Anlagen in Anleihen erforderliche „Sicherheitsmarge“ als eine „erhebliche Differenz zwischen dem Unternehmenswert und den langfristigen Verbindlichkeiten“. Aus diesem Grund zieht Sparinvest einen Nettoverschuldungsgrad relativ zum Eigenkapital (NDE) von weit unter 100% vor.

4) Anleihenauswahl

Nachdem sich ein Unternehmen als Emittent attraktiver Anleihen erwiesen hat, prüfen wir die von ihm emittierten Anleihen (das Unternehmen kann im Laufe der Jahre mehrere Anleihen ausgegeben haben). Wir suchen nach den günstigsten vertraglichen Bedingungen.

Wir prüfen, ob Sonderklauseln bestehen, die für die Inhaber der Anleihen von Nachteil sein könnten (z.B. ein Übernahmeangebot eines Private-Equity-Unternehmens, insbesondere in der Form eines Kündigungsrechts des Emittenten eines Schuldtitels bei Änderung der Eigentumsverhältnisse (Poison Puts)). Wir suchen nach Bedingungen für vorzeitige Rückzahlungen und beurteilen den Relativwert eines Anleihekurses im Vergleich zum restlichen Kreditmarkt (oft stellen wir fest, dass Anleihen mit längeren Laufzeiten bei einem Abschwung geringere Verluste erleiden und im Laufe der Zeit höhere Gewinne bieten). Je weiter wir uns in dem Spektrum der Kreditqualität nach unten bewegen, desto notwendiger wird es, die Vorteile einer Anleihe anhand ihrer betriebswirtschaftlichen Rahmendaten anstatt ihrer Zinsempfindlichkeit zu beurteilen. Bei der Zusammenstellung eines Portfolios halten sich die meisten Manager von High Yield-Fonds an einen Top-Down-Ansatz und investieren je nach dem aktuellen Wirtschaftsklima auf der Grundlage von Rating und Sektoren. Die Value-Strategie erleichtert es Sparinvest, Ausfallsrisiken zu vermeiden und somit Anlagen vorwiegend im Einklang mit den Nettoverschuldung-Eigenkapital-Parametern vorzunehmen. ■

Zusammenfassung

Die Investmentziele der Value-Bonds von Sparinvest sind:

- das Kapital unserer Anleger zu erhalten, indem wir ein Portfolio von Anleihen zusammenstellen, deren Ausfallsrisiko gering ist und das fremdfinanzierten Übernahmen gegenüber relativ immun ist;
- für unsere Anleger langfristig überdurchschnittliche, positive Rendite von Value Bonds-Investments anzustreben, ohne sie mit riskanteren Krediten in Berührung zu bringen;
- unsere Wertentwicklung mit den Erwartungen der Anleger anstatt mit Indizes zu vergleichen (wir streben nach positiven und nicht relativen Erträgen);
- unsere Value-Investmentphilosophie stets diszipliniert einzuhalten;
- Anleihen von Unternehmen auf Grundlage ihrer fundamentalen Kreditwürdigkeit zu kaufen. ■

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 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 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.