

NEWSLETTER 03/2012

Sehr geehrte Damen und Herren!

Die Spekulationen über den EURO-Raum und die Währung selbst lassen uns nicht aus ihrem Bann. Die aktuellsten Entscheidungen der EZB sowie der Entscheidung des BVerfG vom 6.9.2012 mit doch recht klaren Maßgaben (Überschreitung der Haftungsgrenze von 190 Mrd. € nur mit Zustimmung des Bundestages, Kauf von Staatsanleihen nur, wenn das jeweilige Land sich den ESM-Auflagen fügt) haben den Märkten zumindest übergangsweise Aufschub gewährt und zu einer Beruhigung geführt.



Wo die Reise de facto hingehet und ab welchem Zeitpunkt annähernde Sicherheit darüber besteht, wie es weiter geht, kann heute kein Fachmann seriös beantworten. Die Konjunkturdaten liegen auf dem Tisch, ob es die Entwicklung der Staatsverschuldung verschiedener Euro-Staaten sind, die Leistungsbilanzen oder die Staatsverschuldung der kritischen Länder, die weiteren Wachstumsprognosen oder z.B. die Lohnstückkosten. Der Spielraum der aus diesen Fakten zu ziehenden Rückschlüsse ist jedoch mannigfaltig und bietet für fast alle denkbaren Szenarien von „der €-Raum zerbricht“ bis zu den „positivistischen Ansichten“ jedem Betrachter eine ausreichende Grundlage. Immer klarer und unumkehrbar ist, dass die Politik im Driver-Seat sitzt und den Spagat schaffen muss, eine weitere Konvergenz der so unterschiedlichen Staaten des Euroraumes zu bewerkstelligen.

In dieser Ausgabe finden Sie drei Fachartikel bekannter Asset Manager, die konkrete Anlagestrategien als attraktive Alternativen in dem derzeitigen schwierigen Marktumfeld darlegen. **DB Advisors** behandelt das Thema „Dynamische Allokationskonzepte bei vordefiniertem Risikobudget“, **WestLB Asset Management** beschäftigt sich mit „Kurzfristigen Unternehmensanleihen“ und der in Luxemburg ansässige Manager **Sparinvest** beleuchtet die Anlagemöglichkeiten in Emerging Markets Corporates.

Aktuell wurde die **SGSS Deutschland Kapitalanlagegesellschaft mbH** einem kombinierten Master KAG/Insourcing-Rating unterzogen (Note: 1+). Der Investmentprozess der **ABERDEEN Immobilien KAG** wurde mit „AAA-“ (exzellent) bewertet (s. Seite 2).

Aktuell begleiten wir für zwei institutionelle Anleger über unsere Ausschreibungs-Plattform „telosia“ den Auswahlprozess zur Suche nach einer Master KAG. Gerade abgeschlossen wird der Search für ein 30 Mio. € -Mandat (Spezialfonds) Global Emerging Markets.

Vor kurzem haben wir gemeinsam mit Homburg & Partner unsere diesjährige **Zufriedenheitsstudie 2012** (Befragung institutioneller Anleger) abgeschlossen. Die Ergebnisse der TOP FIVE finden Sie auf Seite 4.

Weitere Studien wie die **Spezialfondsmarktstudie** sind über www.telos-rating.de kostenfrei abrufbar.

Ihnen wünschen wir eine angenehme Lektüre!

In This Issue

Sehr geehrte Damen und Herren!.....	1
TELOS Ratings	2
TELOS/Prof. Homburg ZUFRIEDENHEITSSTUDIE (institutionelle Anlegerbefragung), Ergebnisse.....	4
Dynamische Allokationskonzepte: Der Weg zu einer attraktiven Rendite im heutigen Marktumfeld? Gastbeitrag von Dr. Dennis Hänsel, Head of Quantitative Strategic Asset Allocation, DB Advisors	5
Kurzlaufende Unternehmensanleihen mit attraktivem Ertrags-Risikoprofil - Gastbeitrag von Dr. Walter Schepers, Leiter Produkte, WestLB Mellon Asset Management KAG mbH.....	7
Unternehmensanleihen – Ideal zur Diversifizierung in Emerging Markets- Gastbeitrag von Toke Katborg Hjortshøj, Portfoliomanager, Sparinvest Value Bonds Team.....	9

TELOS Ratings

Erstes kombiniertes „Master KAG/Insourcing-Rating“ für die SGSS Deutschland Kapitalanlagegesellschaft

Die erhöhten regulatorischen Anforderungen sowie die damit nahtlos einhergehenden Entwicklungen in den administrativen Servicebereichen führen auch im Ratingsektor zu Anpassungserfordernissen. Besonders augenscheinlich wird dies auf dem Gebiet der für institutionelle Anleger angebotenen Master KAG-Services und den in aller Regel für Vermögensverwalter vorgehaltenen Dienstleistungen beim Insourcing. Beide Geschäftsfelder sind zunehmend zusammengewachsen und weisen einen hohen Grad an Schnittmengen auf. Dies hat TELOS bewogen, diese gebündelten Kompetenzen auch in einem Rating Report „**Master KAG & Insourcing**“ zu komprimieren, soweit beide Services auch von einer Gesellschaft angeboten werden.

Dies ist bei der SGSS Deutschland Kapitalanlagegesellschaft der Fall. Die Gesellschaft wurde aufgrund der ausgezeichneten Entwicklung über die letzten drei Jahre in dem sehr umfassenden und eingehenden Ratingprozess mit der Note „exzellent (1+)“ bewertet. Ausschlaggebend für die Benotung waren unter anderem der konsequente Ausbau der Assets/Neukundengewinnung mit erheblichem Zukunftspotential auch aufgrund des internationalen Konzernanschlusses zur Société Générale genauso wie die kundenorientierten und sehr flexiblen Servicepakete.

Immobilien- Investmentprozess Rating für ABERDEEN Immobilien Kapitalanlagegesellschaft

Die in Frankfurt am Main ansässige Immobilieneinheit von Aberdeen zählt in Deutschland mit ca. 4 Mrd. € Immobilieninvestments mittlerweile zu den erfolgreichsten Immobilienmanagern im deutschen Markt. Der konzernweit konsequent zum Einsatz kommende Investmentprozess bildet das Bindeglied zwischen einerseits der Einbindung der international im Aberdeen-Konzern vorhandenen Expertise mit 23 Einheiten vor Ort und dem in den einzelnen Ländern geltenden Grundsatz „people on the ground“. Auf diese Weise werden die lokale und die internationale Kompetenz gebündelt und in einem team-orientierten Ansatz gelebt. Der Immobilien-Investmentprozess wurde als „exzellent“ eingestuft (AAA-).

TELOS Fonds Ratings

Im Newsletter 02/2012 berichteten wir über die Erweiterung unserer Rating-Palette um ein quantitatives und damit rein auf Performance- und Risiko-Kennziffern basierendes Fonds Ranking Produkt im Publikumsfondsbereich. TELOS konzentriert sich bei dem „Quant Rating“ auf Assetklassen, die wir aus aktuellen Gesprächen mit Anlegern als interessante Assetklasse identifiziert haben. Die Ergebnisse der ersten analysierten Assetklasse „**Emerging Markets Debt**“ liegen jetzt in Form eines Kompendiums vor, das auf unserer Website www.telos-rating.de unter „Publikationen“ kostenfrei verfügbar ist.

Die Top Five-Manager im 3- und 5-Jahresbereich sind die folgenden Anbieter:

Top Five Platzierungen	Über 3-Jahre	Über 5-Jahre
1	Aberdeen Global Select (EU)	Investec Emerging Markets
2	Invesco Emerging Markets (EU)	Julius Bär BF Local (EU)
3	T.Rowe Global (EU)	Pictet Emerging Local (EU)
4	Legg Mason Western (EU)	BNP Paribas L 1 (EU)
5	ING L Renta (EU)	F&C Emerging (C)

Qualitative Fonds Ratings:

Nachfolgend finden Sie wie gewohnt die aktuellen qualitativen Fonds Ratings der letzten Wochen. Die Rating Reports stehen im übrigen wie immer auf unserer Website www.telos-rating.de zum kostenfreien Download bereit.

FONDSNAME:	ISIN:		
First Private Aktien Emerging Markets	DE000A0KFRX2	AA+	09/2012
Sparinvest Global Small Cap Value	LU0264925131	AA	08/2012
M&G European Strategic Value Fund	GB00B28XT522	AA+	08/2012
Sparinvest European Value	LU0264920413	AA+	08/2012
First Private Aktien Global	DE000A0KFRT0	AA	08/2012
apo Piano INKA	DE0005324297	AA	08/2012
Sparinvest Global Small Cap Value	LU0264925131	AA	08/2012
M&G European Strategic Value Fund	GB00B28XT522	AA+	08/2012
Sparinvest European Value	LU0264920413	AA+	08/2012
Sparinvest High Yield Value Bonds	LU0232765429	AAA-	07/2012
Nordlux Strategie	LU0725384472 LU0725386501	AA+	07/2012
Jupiter Dynamic Bond (SICAV)	LU0459992896, LU0750223520	AA+	06/2012
Veritas- ETF-DACH-FONDS Emerging Markets plus Money	DE0009763326	AA+	06/2012
VCH Expert Natural Resources	LU0184391075	AA	06/2012
LBBW Dividenden Strategie Small und MidCaps	DE000A0KEYR3	AA+	06/2012

TELOS/Prof. Homburg ZUFRIEDENHEITSSTUDIE (institutionelle Anlegerbefragung), Ergebnisse

Die in diesem Jahr wieder mit dem (im Bereich Marketing und Sales mit Excellence) renommierten Beratungshaus Homburg & Partner – nun im 8. Jahr – erstellte, ZUFRIEDENHEITSSTUDIE basiert auf der Grundlage von 318 mit institutionellen Anlegern geführten Interviews. Der Teilnehmerkreis rekrutiert sich aus den Bereichen Versicherer, Banken, Corporates, Altersvorsorgeeinrichtungen und Körperschaften wie z.B. Stiftungen oder Gewerkschaften.

Die Zufriedenheitsstudie besteht aus einem Allgemeinen Teil und einem Besonderen Teil. Im Allgemeinen Teil werden die Anleger nach ihrer aktuellen Asset Allokation, ihren künftigen Planungen und verschiedenen Themen befragt, die sie zur Zeit bewegen. Der Besondere Teil beinhaltet die individuelle Bewertung der Asset Manager durch die Investoren über verschiedene Beurteilungsinhalte wie Zufriedenheit mit der Performance, der Beratungsqualität bis hin zum Reporting; auch die Kundenloyalität wird hinterfragt.

Zunächst stellen wir einige Erkenntnisse aus dem Allgemeinen Teil vor und dann auch die TOP Five-Manager bei der „Gesamtzufriedenheit“. Der Erhebungszeitraum der Studie liegt Ende Juni/Mitte Juli des aktuellen Jahres. Insgesamt wurden 37 Asset Manager in die Untersuchung einbezogen.

Zum Allgemeinen Teil:

- Die aktuelle Anlagepolitik weicht nicht wesentlich von der des Vorjahres ab. 77% (Vj.: 78%, davon jetzt 5% EM Debt) Renten stehen einer Aktienquote von 13% (Vj.: 14%) und bei „Alternatives“ von 10% gegenüber.
- Künftige Investments werden verstärkt in Emerging Markets investiert; dazu besteht Interesse an Unternehmensanleihen, Aktien Europa und Welt sowie Immobilien. Anleihen aus dem Euroraum werden zukünftig abgebaut.
- Ca. 20% der institutionellen Anleger beabsichtigen die Neuauflage von Spezialfonds in den kommenden 24 Monaten.
- 30% der Anleger sehen einen zunehmenden Einfluss von Ausschreibungs-Plattformen bei der Suche nach dem besten Asset Manager. Consultants werden wieder stärker von Corpo-

rates und insbesondere Altersvorsorge-Einrichtungen genutzt.

- 55% der befragten Investoren aus den Gruppen Banken, Versicherer und Altersvorsorge greifen auf die Ergebnisse und Reports von Ratingagenturen zurück.
- Das alles beherrschende Thema bleibt bei fast allen Befragten nach wie vor die Verschuldungskrise. Aber auch die Themen „Risikomanagement“ und „Reporting“ treiben neun von zehn Investoren um.

Besonderer Teil:

Unterschieden wurde in der Studie nach „großen“ (mehr als 40 Mrd. € AuM), „mittelgroßen“ (15 bis 40 Mrd. € AuM) und „kleineren“ (weniger als 15 Mrd. € AuM) Asset Managern.

Befragt wurden die institutionellen Ansprechpartner unter anderem (neben einer Reihe von Einzelkriterien wie Performance, Kundenbetreuung, etc.) nach der „Gesamtzufriedenheit“ mit ihren Asset Managern.

Ergebnis „große Manager“ (jeweils Plätze 1 bis 5):

1. Union Investment
2. DB Advisors
3. Universal Investment
4. Blackrock
5. Pimco

Ergebnis „mittelgroße Manager“:

1. LBBW AM
2. BayernInvest
3. Franklin Templeton
4. Carmignac
5. Western AM

Ergebnis „kleinere Manager“:

1. Berenberg Bank
2. Swiss & Global AM
3. Lampe AM
4. Warburg-Invest
5. Bantleon

Die Studie kann bezogen werden über info@telos-rating.de.

Der Preis beträgt 295,- € zzgl. MWSt.

Dynamische Allokationskonzepte: Der Weg zu einer attraktiven Rendite im heutigen Marktumfeld? Gastbeitrag von Dr. Dennis Hänsel, Head of Quantitative Strategic Asset Allocation, DB Advisors



Die derzeitige Situation an den europäischen Kapitalmärkten ist durch zwei Faktoren geprägt. Erstens sind die Renditen von Anleihen mit einem AAA-Rating auf ein Allzeittief gefallen und zweitens sind Investoren zurückhaltend bei Investitionen in risikoreiche Anlagen. Die Risikoaversion der Anleger und die dadurch bestehende hohe Nachfrage nach risikolosen Investments hat zur Folge, dass die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen auf ca. 1.5% p.a. gefallen ist und somit eine deutlich negative Realrendite erwirtschaftet. Renditen von Staatsanleihen mit sehr guter Bonität sind für die meisten Investoren nicht mehr ausreichend, um ihre Verbindlichkeiten abzudecken. Die logische Konsequenz aus dieser Situation ist ein höheres Investment in risikobehaftete Anlagen mit einer höheren erwarteten Rendite. Jedoch ist in den letzten Jahren deutlich geworden, dass extreme Renditeausschläge „Fat Tails“ von risikobehafteten Anlageklassen (Aktien, Unternehmensanleihen und Rohstoffen) häufiger auftreten als erwartet und sich die Risikoeigenschaften gemischter Portfolios stark im Zeitablauf verändern.

Das Anlageziel: Attraktive Rendite bei möglichst hoher Sicherheit ist zeitlos und wurde vor den Krisen der letzten Jahre und einem hohen Zinsniveau auch durch eine statische Asset Allokation (fixer Bestandteil von Aktien und Renten) erreicht. Mit einer statischen Asset Allokation ist dies nicht mehr möglich. Die Erfahrungen der letzten Jahre führten zu einer immer stärkeren Bedeutung des Risikos einer Kapitalanlage

und zu neuen Ansätzen in der Modellierung von Portfoliostrukturen. Für Investoren ist in diesem Umfeld daher die entscheidende Frage: Wie kann das mit einer risikoreicheren Allokation einhergehende, unerwünschte Verlustrisiko begrenzt werden?

Dynamische Allokationskonzepte

Das primäre Ziel dieser Strategien ist es, marktunabhängig eine vordefinierte Zielrendite anzustreben. Die vordefinierte Zielrendite liegt oberhalb der risikolosen Verzinsung (beispielsweise Geldmarkt + 2% pro Jahr). Die Verzinsung oberhalb der risikolosen Verzinsung impliziert eine Allokation in risikobehaftete Anlageklassen. Das mit risikobehafteten Anlagen einhergehende Verlustpotenzial soll durch dynamische Konzepte minimiert werden. Jeder Investor wünscht sich eine Abkopplung vom Markt in Phasen negativer Renditeausprägungen.

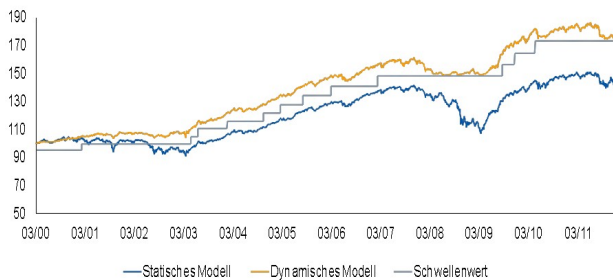
Bei DB Advisors geschieht die Steuerung der Portfolioallokation anhand eines vordefinierten Risikobudgets. In risikoreichen Marktphasen, die durch eine hohe Volatilität an den Aktienmärkten gekennzeichnet sind, wird der Aktienanteil sukzessiv verringert. Durch diesen Ansatz erzeugt das dynamische Konzept ein asymmetrisches Renditeprofil, welches an positiven Kursbewegungen partizipiert und negative Kursbewegungen vermeidet.

Steuerungsgröße für das Portfolio: das Risikobudget

Eine geeignete Methode hierfür ist die aktive Steuerung des Portfolios gemäß dem individuellen Risikobudget des Investors. Ist das Risikobudget erschöpft, wird das Portfoliorisiko reduziert. Dadurch werden hohe Verluste bei Extrem-Events vermieden und der gewünschte Mindestwert der Kapitalanlage gesichert. Des Weiteren berücksichtigen dynamische Modelle auch den Wiedereinstieg in risikobehaftete Anlagen. Beruhigen sich die Märkte wieder, wird der Anteil chancenreicher Investitionen erhöht, um von steigenden Märkten zu profitieren.

Das Risiko-Hedging sowie der Wiedereinstieg in risikobehaftete Anlageklassen erfolgt üblicherweise im Rahmen von Wertsicherungskonzepten rein regelbasiert und prognosefrei. Wichtig ist, dass das Portfoliorisiko sowie die Auslastung des Risikobudgets in Echtzeit gemessen und permanent überwacht werden. Die Berechnung des Portfoliorisikos ist die zentrale Komponente bei dynamischen Konzepten. Das Porfo-

liorisiko sollte alle Informationen, die der Markt zur Verfügung stellt, verarbeiten und nicht auf historischen Daten basieren. DB Advisors arbeitet bei seinen dynamischen Konzepten sowie bei Risiko Overlays mit impliziten Volatilitäten, die sehr genau die Erwartungen des Marktes bezüglich der Risiken widerspiegeln. Die Wertentwicklung eines dynamischen Modells und die Anhebung des Schwellenwertes können Sie in der Abbildung anschauen.



Fazit

Grundsätzlich gilt für die Kapitalanlage: Wer langfristig investiert und den Atem hat, auch kurzfristige Markteinbrüche zu überstehen, dem genügt eine gut strukturierte langfristige Asset Allokation mit einem adäquaten Anteil an risikoreichen Anlagen. Für Investoren, die zwar langfristig investieren, kurzfristige Verluste im zweistelligen Bereich aber nicht tragen können, ist eine dynamische Strategie sinnvoll. Dynamische Konzepte profitieren von einem hohen Anteil an risikobehafteten Anlagen, hohen Volatilitäten und Trendmärkten. Es spricht vieles dafür, dass das Niedrigzinsniveau in den nächsten Jahren weiterhin bestehen bleibt und Aktienmärkte in Krisenszenarien durch eine hohe Volatilität und geringe Diversifikationsmöglichkeiten zu anderen risikobehafteten Anlageklassen gekennzeichnet sind – ein geeignetes Umfeld für dynamische Anlagekonzepte.

Quelle: DB Advisors, eigene Berechnung, Basisallokation 30% europäische Aktien und 70% europäische Staatsanleihen, März 2012.

Wichtig: Flexible und kosteneffiziente Umschichtung

Die Umschichtung zwischen risikolosen und risikobehafteten Anlagen erfolgt bei den meisten dynamischen Modellen synthetisch über Derivate. Dabei handelt es sich um eine effektive und vor allem kosteneffiziente Art der Portfoliostrukturierung.

Dynamische Anlagekonzepte führen zwar zu einem verbesserten Vermögensschutz in Krisenzeiten, können unter Umständen jedoch auch Performance kosten. In volatilen Seitwärtsmärkten können Handelskosten entstehen, ohne dass – ex-post betrachtet – eine Risikoabsicherung notwendig gewesen wäre.

Kurzlaufende Unternehmensanleihen mit attraktivem Ertrags-Risikoprofil - Gastbeitrag von Dr. Walter Schepers, Leiter Produkte, WestLB Mellon Asset Management KAG mbH

Die aktuelle Situation an den Kapitalmärkten macht es Investoren mit begrenztem Risikoappetit nicht leicht. Die Renditen von Staatsanleihen erster Qualität – den Begriff „risikoloses Asset“ vermeiden wir hier bewusst – sind auf historischen Tiefstständen. Sie bieten nicht nur kaum Ertrag, sondern dieser ist auf kürzere Sicht auch noch durch steigende Renditen gefährdet. Schon ein Renditeanstieg um rund 20 Basispunkte drückt die Performance einer Bundesanleihe mit 10-jähriger Restlaufzeit (Rendite: 1.55%; Modified Duration: 9.2; Stand: 25.9.2012) auf Jahres-sicht unter die Nulllinie. Angesichts unsicherer konjunktureller Perspektiven sehen viele Anleger auch ein Engagement in Unternehmensanleihen unter dem Aspekt „Kreditrisiko“ skeptisch. Muss man also notgedrungen mit Minirenditen von geldmarktnahen Investments leben? Nicht unbedingt! Gesucht ist letztlich ein Produkt, das Zinsänderungsrisiko und Kreditrisiko begrenzt und dabei trotzdem noch attraktive Erträge bietet. Ein Portfolio mit dem Fokus auf Unternehmensanleihen mit kurzer Restlaufzeit adressiert die angesprochenen Probleme.

Begrenzung der Restlaufzeit auf 3 ½ Jahre

Bei unseren Short Duration Produkten begrenzen wir die Restlaufzeit der aufgenommenen Unternehmensanleihen auf 3 ½ Jahre. Dies hat positive Implikationen für Zinsänderungs- und Kreditrisiko:

- Die Modified Duration, also der Hebel, mit dem sich Renditeänderungen in Kursveränderungen übersetzen, ist niedrig – Ende September 2012 lag sie bei etwa 1.3.
- Hinzu kommt, dass das Potenzial für steigenden Renditen am kurzen Ende des Laufzeitbandes deutlich geringer ist als für Langläufer, deren Kurse nämlich vor dem Hintergrund von Inflationsbefürchtungen auch bei unveränderter Niedrigzinspolitik der EZB

unter Druck geraten könnten. Demgegenüber werden Kurzläufer stärker durch die kurzfristig erwartete Geldpolitik bestimmt.

Die kurze Duration bedeutet, dass auch die Sensitivität gegenüber Spreadveränderungen (die „Spread-duration“) relativ gering ist. Etwaige Spreadausweitungen machen sich daher gedämpfter bemerkbar als beim Gesamtmarkt für Unternehmensanleihen.

Trotz der angesprochenen risikobegrenzenden Charakteristika ist eine gründliche Kreditanalyse der Einzelwerte eine Vorbedingung für eine attraktive Performance. Auch unter diesem Aspekt bietet die Beschränkung auf kurze Laufzeiten Vorteile: Um die Downgrade – und Zahlungsausfallrisiken eines Emittenten abschätzen zu können, entwerfen unsere Analysten im Rahmen eines „Modells der finanziellen Sphäre“ Szenarien für die weitere Unternehmensentwicklung und die entsprechende Entwicklung der Cashflows und Bilanzkennziffern. Über einen kurzen Zeitraum sind diese Projektionen naturgemäß verlässlicher als bei einem längeren Zeithorizont.

Das Euro Credit Short Duration-Produkt

Beim Euro Credit Short Duration-Produkt, das auch als Publikumsfonds verfügbar ist, wird in auf Euro lautende High Yield- und Investment Grade-Unternehmensanleihen mit einer maximalen Restlaufzeit von 3 ½ Jahren investiert. Das Mindestrating der Einzeltitel ist B-/B3. Über einen Kreditzyklus gesehen soll das High Yield-Segment dominieren - es kann zeitweise 100% erreichen; bei negativer Markteinschätzung bietet eine Übergewichtung von Investment Grade-Titeln die Möglichkeit der Risikoreduktion. Per Ende September 2012 hatten die Anleihen ein (gewichtetes) Durchschnittsrating von BB-.

Anleger, die befürchten, dass die Einschränkung des Laufzeitenbereichs auf den Bereich unter 3 ½ Jahren die Diversifikationsmöglichkeiten erheblich einschränkt, können wir beruhigen: Ende September 2012 umfasste das Produkt Anleihen von mehr als 100 Emittenten, die sich über 17 Sektoren und 20 Länder verteilten. Während sich im Investment Grade Segment eine kleine Quote von Bankanleihen findet, verzichten wir im High Yield-Bereich ganz auf Finanztitel.

Die Credit Short Duration-Strategie ist Absolute-Return orientiert. Mittelfristig wird eine Performance von 4% vor Kosten angestrebt (Hinweis: Das Erreichen angestrebter Ziele kann nicht garantiert werden). Kern des Investmentprozesses bilden die tiefgehenden Kreditanalysen, die – wie oben angesprochen – modellgestützte Szenarien zur Einschätzung eines Emittenten nutzen. Insgesamt 12 Spezialisten sind hier aktiv. Bei der Allokation zwischen Investment Grade- und High Yield-Titeln kommen auch quantitative Instrumente unterstützend zum Einsatz.

Mit diesem Profil lag die Volatilität des am 1. Juni 2011 aufgelegten WestLB Mellon Compass Fund Euro Credit Short Duration Fund bei 3.6% (Stand: Ende August 2012). Mit einer Performance vor Kosten von 4.5% p.a. wurde ein attraktives Sharpe Ratio von 1.01 erreicht (Hinweis: Historische Performancedaten lassen keine sicheren Schlüsse auf die zukünftige Performance zu).

Dass wir mit der Euro Credit Short Duration Strategie den „Nerv“ der Investoren getroffen haben, lässt sich nicht zuletzt daran ablesen, dass der entsprechende Publikumsfonds nach rund 16 Monaten Historie rund 330 Mio. EUR umfasst. Mit einigen zusätzlichen Spezialfonds überschreiten die Assets under Management in dieser Strategie die 500 Mio. EUR-Marke.

WestLB Mellon Asset Management, bis vor kurzem ein 50/50 Joint Venture von WestLB AG (am 1. Juli 2012 umfirmiert zu Portigon AG) und BNY Mellon, ist seit dem 1. Oktober 2012 ganz in den Besitz von BNY Mellon übergegangen.

Unternehmensanleihen – Ideal zur Diversifizierung in Emerging Markets- Gastbeitrag von Toke Katborg Hjortshøj, Portfoliomanager, Sparinvest Value Bonds Team



Die Staatsbilanzen wachsen und die Corporate Governance verbessert sich ebenso wie die Transparenz insgesamt. Gleichzeitig ist die Nachfrage groß, die Liquidität hoch und die Erträge sind im Vergleich zum Risiko attraktiv. Was also ist an Unternehmensanleihen aus den Schwellenländern auszusetzen?

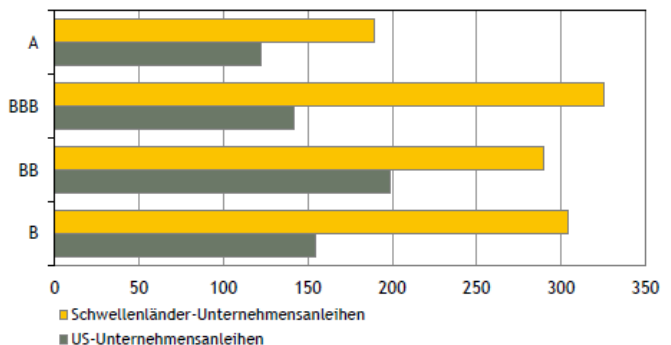
Was diese Anlageklasse ausmacht

Unternehmensanleihen weisen ein langfristig attraktives Risiko-/Ertragsprofil auf. In der Vergangenheit lagen die Erträge dieser Anlageklasse noch irgendwo zwischen Aktien und Staatsanleihen. In den letzten fünf (zugegebenermaßen außergewöhnlichen) Jahren haben sich Unternehmensanleihen wesentlich besser entwickelt als Aktien. Diese Phase war durch das positive Umfeld eines weltweiten Schuldenabbaus geprägt. In den USA sind Unternehmensanleihen eine bereits seit langem etablierte Anlageklasse, die immer noch rasant wächst. Schließlich sind sie dort die tragende Säule vieler Pensionsfonds. Nach der Kreditklemme hat eine Reihe von Unternehmen ihren Finanzierungsbedarf vorzugs-

weise an den Kreditmärkten statt bei den Banken eingedeckt. Und so haben sich auch Schwellenländer-Unternehmensanleihen inzwischen zu einer eigenständigen Anlageklasse entwickelt.

In den Schwellenländern „reifen“ die Kreditmärkte derzeit ebenso schnell wie die Aktienmärkte. So bieten Unternehmensanleihen neben Staatsanleihen und Aktien aus den Schwellenländern inzwischen eine attraktive Möglichkeit zur Risikosteuerung. Außerdem weisen sie im Vergleich zu ihren US-Pendants derzeit auch ein sehr attraktives Ertragspotenzial auf. Wie die nachfolgende Grafik zeigt, erzielen Schwellenländer-Unternehmensanleihen aus den meisten Bonitätssegmenten höhere Erträge als US-Unternehmensanleihen. Bei Hochzinsanleihen beträgt die Risikoprämie momentan 800 Basispunkte, während sie bei Investment Grade-Anleihen bei 250 Basispunkten liegt. Umso mehr überrascht es, dass sich die Anleger mit den momentan historisch niedrigen oder sogar negativen Zinsen zufrieden geben, die die als „sichere Häfen“ angesehenen Staatsanleihen aus den USA und Europa abwerfen.

Spread im Vergleich zum Nettoverschuldungsgrad (BP/x)



Quelle: Bank of America Merrill Lynch Global Research

Diese Risikoprämien sind deshalb so attraktiv, weil das Ausfallrisiko in den Schwellenländern im Durchschnitt niedriger ist. Die Unternehmen dort weisen traditionell eine niedrige Verschuldung und hohe Liquiditätsreserven auf. Dank dieser vergleichsweise hohen Liquiditätspolster können Schwellenländerunternehmen einer Rezession besser trotzen und besser in die eigene Entwicklung investieren, wenn die rezessive Phase endet.

Anlagechancen in Schwellenländeranleihen

Die Märkte werden allmählich reifer und die Unternehmen haben unter Beweis gestellt, dass sie Kredite zurückzahlen und gläubigerfreundliche Strategien umsetzen können. Deshalb lässt sich der Value-Ansatz von Sparinvest auch bei den Unternehmensanleihen anwenden. Bei Investments in Value-Aktien halten wir Ausschau nach Bewertungsineffizienzen an den Märkten und investieren mit einer „Sicherheitsspanne“, die eine niedrige Nettoverschuldungsquote voraussetzt. Genauso gehen wir bei Engagements in Value-Anleihen vor. Die Erfahrung lehrt uns, dass Value- und Small Cap-Anleihen von Unternehmen mit einer geringen Verschuldung Überschusserträge liefern und innerhalb des Kreditspektrums eindeutig eine Alpha-Quelle darstellen. Dieser Effekt lässt sich an den Schwellenländermärkten sogar noch verstärkt beobachten. So identifizieren wir beispielsweise regelmäßig kleinere Unternehmen und Value-Unternehmen, die von den Ratingagenturen abgestraft wurden. Die Gründe dafür stehen allerdings in keinerlei Zusammenhang mit der Fähigkeit dieser Unternehmen, ihre Schulden zurückzuzahlen. Gleichzeitig sind die Ratings einiger Schwellenländer-Unternehmensanleihen wegen der Ausweitung der Staatsbilanzen gesunken und die Unternehmen sind einfach aufgrund der Lage ihres Hauptsitzes unter Druck geraten. Derzeit lässt die Kreditwürdigkeit der etablierten Volkswirtschaften jedoch offensichtlich nach – während wir positive Ratings von Schwellenländer-Staatsanleihen erwarten. Damit könnte sich die durchschnittliche Bonitätsqualität vergleichsweise reifer Schwellenländer der Kreditwürdigkeit der Industriestaaten noch weiter annähern.

Mit dem Value-Ansatz bei Anleihen identifizieren wir Unternehmen, die vom Markt ignoriert werden und deshalb zu niedrig eingestuft sind. Diese Unternehmen müssen hohe Renditen zahlen, obwohl sie über solide Geschäftsmodelle mit wertvollen Vermögenswerten oder Liquiditätsreserven verfügen, die für die Kreditrückzahlung als „Sicherheitsspanne“ fungieren.

Sparinvest integriert SRI- und Corporate Governance-Informationen

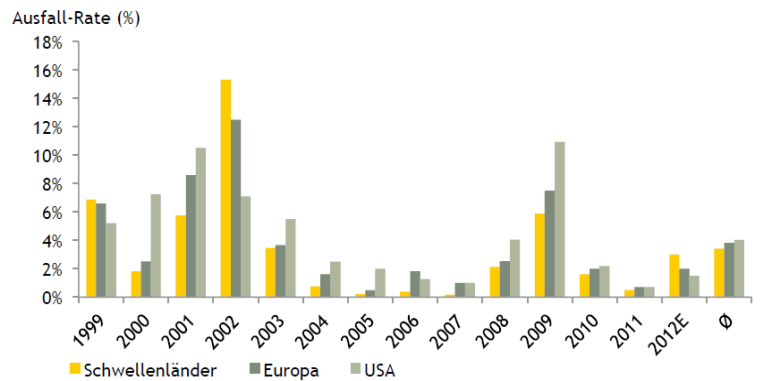
SRI-Informationen sowie Einblicke in die Corporate Governance sind bei unseren Anleihen-Investments ebenso wichtig wie bei unseren langfristigen Aktien-Investments. Schließlich gefährden Risiken, die die zukünftige Profitabilität einer Firma beeinträchtigen könnten, auch deren Fähigkeit, ihre Verbindlichkeiten zu bedienen. Obwohl sich die Corporate Governance bei Schwellenländerunternehmen verbessert, ist sie vergleichsweise noch schwach. Auch deshalb müssen Firmen aus den Schwellenländern höhere Renditen zahlen. Deshalb ist die gründliche Analyse der Corporate Governance ein grundlegender Bestandteil unseres Investmentprozesses. Vernachlässigt man ökologische und soziale Risiken sowie Fragen der Corporate Governance, setzt man die Anleger damit unter Umständen vermeidbaren Risiken aus: so besteht etwa bei einer Umweltkatastrophe die Gefahr eines Rechtsstreits oder eines Gerichtsverfahrens. Auch Rechtsstaatlichkeit und Eigentumsrechte spielen eine wichtige Rolle. Die Regierung der Mongolei hat beispielsweise eine „Nationale Liste“ von Ressourcen und Sektoren erstellt, die von strategischer Bedeutung sind. Solche Maßnahmen könnten letztlich dazu führen, dass Unternehmen zwangsenteignet würden – ein beträchtliches Risiko für Anleihen-Investoren.

Welche Aussichten sehen wir bei Schwellenländer-Unternehmensanleihen?

Zuletzt hat das Wirtschaftswachstum in den Schwellenländern an Fahrt verloren. Für uns als Investor ist dies möglicherweise aber auch eine gute Nachricht. Zunächst einmal stellte das rasante Wirtschaftswachstum die Unternehmen allmählich vor eine Reihe von Problemen: steigende Lohnkosten, eine zunehmende Inflation (die die Rohstoffpreise beeinträchtigt) sowie eine sinkende globale Wettbewerbsfähigkeit. Insgesamt bevorzugen Investoren in Unternehmensanleihen allerdings ein moderateres Wachstum, weil die

TELOS

Unternehmen sich dann auf ihre Profitabilität und ein umsichtiges, organisches Wachstum konzentrieren anstatt Kredite aufzunehmen und Risiken einzugehen. Aus diesen Gründen erwarten wir, dass die Ausfallrate, die in den letzten 10 Jahren im Durchschnitt bereits niedriger war als in den Industriestaaten, in den nächsten Jahren auf ihrem aktuellen Niveau verharren wird. Dazu sollten auch die derzeit hohen Liquiditätsreserven von Schwellenländerunternehmen beitragen.



Quelle: Standard & Poors and JP Morgan



TELOS

Dr. Frank Wehlmann
Gesellschafter-Geschäftsführer
TELOS GmbH
Kirchgasse 2
D-65185 Wiesbaden
Tel: +49-611-9742-111
Fax: +49-611-9742-200
Email: frank.wehlmann@telos-rating.de
Internet: www.telos-rating.de

Handelsregister:
Wiesbaden HRB 21860