

0409



Sandro Naef

Argentos Fondsmanager-Interview

Erstklassige Chancen bei High Yield Anleihen

Sandro trat Capital Four Management im Juli 2007 bei. Zuvor war er bei Nordea Investment Management verantwortlich für Nordea's Alternative Fixed Income Gruppe.

Sandro trat dem Investment-Management von Nordea im Jahr 1999 bei. Er begann die High-Yield-Anstrengungen von Nordea im Jahr 2000 und legte im Jahr 2004 den Fixed Income Hedge Fund von Nordea auf. Zuvor war Sandro Naef bei Credit Suisse Asset Management / Warburg Pincus New York tätig (vormals BEA Associates), wo er als quantitativer Analyst arbeitete. Zuvor war er im Londoner Büro von Credit Suisse als Analyst für Fusionen und Übernahmen. Er besitzt einen MBA in Finanzwesen von der Carnegie Mellon University und einen BS in Computerwissenschaft von ITR Rapperswil.



Nordea ist der führende Finanzdienstleister in der nordischen Region und eine der größten Banken Europas, gemessen an der Marktkapitalisierung. Das Unternehmen beschäftigt rund 31.000 Mitarbeiter, betreut 11 Millionen Kunden und hat eine Bilanzsumme von rund 4,1 Milliarden Euro.

Nordea Fonds Service GmbH ist als 100%ige Tochtergesellschaft von Nordea Investment Funds S.A. in Deutschland im Bereich Marketing tätig. Nordea Investment Funds S.A. ist die Vertriebsgesellschaft für die luxemburgischen Fonds der Nordea-Gruppe und bietet eine sorgfältig zusammengestellte Reihe europäischer Anlagefonds, wobei der Vertrieb über aktive Intermediäre wie Banken, Vermögensverwaltungsgesellschaften, unabhängige Finanzberater und Versicherungsgesellschaften erfolgt.

Argentos: Herr Naef, Hochverzinsliche Anleihen (High Yield Anleihen) bieten derzeit eine sehr attraktive Verzinsung. Wir befinden uns aber in einer schwierigen wirtschaftlichen Phase und vielen Unternehmen droht die Insolvenz. Wie hoch schätzen Sie die Risiken ein?

Sandro Naef: Man kann der Frage von zwei Seiten begegnen. Einmal auf Portfolio- bzw. Einzeltitelebene. Dort betrachten wir jedes Unternehmen sehr genau und sind von dem Ertrags-/Risikoprofil unserer Positionen natürlich überzeugt. Zum anderen hilft bei der Beantwortung Ihrer Frage ein Blick in die Historie. Es gibt von den Ratingagenturen historische Daten, die bis 1920 zurück gehen. Natürlich ist der Markt von damals nicht direkt mit dem heutigen vergleichbar. Aber auch damals hat es Unternehmen mit schlechter Bonität gegeben. Wenn wir die gleichen Ausfallraten wie gegen Ende der Weltwirtschaftskrise in den 1930er Jahren unterstellen, bieten High Yield Anleihen heute immer noch attraktive Bewertungen. Der reine europäische High Yield Markt ist recht neu, so dass es erst Daten seit den 1980er Jahren gibt. Hier haben wir z.B. Daten aus dem Platzen der Internet-Blase mit den entsprechenden Insolvenzen aus den Jahren 2002 und 2003. In den Jahren waren die Ausfallraten allerdings geringer als in den 1930er Jahren. Um für den High Yield Markt bei heutigen Bewertungen noch negativ gestimmt zu sein, müs-

sen Sie also eine noch schwerere Krise unterstellen als was wir bisher aus der Geschichte kennen. Das bedeutet natürlich nicht, dass Ausfallraten nicht noch deutlich steigen werden. Nur bedeutet es, dass dies in den Kursen mehr als vorweg genommen ist. Selbst wenn die Ausfallraten in den kommenden 12 Monaten z.B. auf 16% steigen würden (aktuell noch unter 4%), dann können wir bei einem unterstellten Spread (Risikoprämie) von 20% nach unseren Berechnungen immer noch mit einer Rendite von über 10% rechnen.

Argentos: Im Vergleich zu den 1980er Jahren hat sich der europäische High Yield Markt deutlich verändert und auch die wirtschaftliche Situation ist eine andere.

Sandro Naef: Ja, diesmal handelt es sich nicht nur um eine Branchenkrise, sondern um eine breitere Wirtschaftskrise. Es gibt aber aus Sicht eines High Yield Investors auch erfreuliche Entwicklungen, die nicht vergessen werden sollten. So bestand der europäische High Yield Markt zu Zeiten der Internetblase teilweise zu 50% aus Unternehmen aus dem Telekommunikations-, Kabel- und Mediensektor. Er war also keineswegs ausgewogen. Das ist heute ganz anders. Es gibt mittlerweile wesentlich mehr Branchen, in die wir investieren können. Darüber hinaus ist interessant, dass es in den letzten Jahren nur wenige Neuemissionen gegeben hat. Das ist

0409

deshalb wichtig, weil die Ausfallraten bei Unternehmen am höchsten sind, die 2 bis 3 Jahre am Markt sind. Denn direkt nach der Emission fallen nur wenige Anleihen aus, weil der Finanzvorstand sehr genau rechnet, eine kurzfristige Planungssicherheit hat und natürlich auf kurze Sicht keinen Fehler machen will. Unternehmen, die schon über 5 Jahre am Markt sind, haben viel Erfahrung – häufig auch über den Zyklus hinweg. Bei Unternehmen mit 2 bis 3 Jahren Historie im High Yield Markt zeigen sich dagegen häufiger die Schwächen, die anfänglich nicht erkannt wurden. Heute gibt es im High Yield Markt sehr viele etablierte Unternehmen mit viel Erfahrung. Dazu kommt auch, dass viele Anleihen großer Unternehmen, die bisher Investment Grade waren, nach den Herabstufungen durch die Ratingagenturen nun in den High Yield Sektor fallen. Interessanterweise gehören heute übrigens viele Unternehmen, die die Internetblase überstanden haben, zu den stabilsten im Sektor mit der besten Performance. Insgesamt gibt es für europäische High Yield Investoren eine große Anzahl sehr etablierter Unternehmen aus verschiedenen Sektoren, in die wir investieren können.

Argentos: Herr Naef, helfen Sie mir bitte den Markt zu verstehen. Sagt man nicht, dass in einem frühen Marktaufschwung der Markt für Unternehmensanleihen zuerst anziehen sollte bevor sich der Aktienmarkt erholt? Während Unternehmensanleihen im Januar deutlich zulegen konnten, waren die Folgemonate gemischt. Aktien sind zuletzt aber deutlich gestiegen. Gibt es Anhaltspunkte für den richtigen Einstiegszeitpunkt?

Sandro Naef: Fragen Sie mich bitte nicht nach dem exakten Markttiming. Wir selber haben noch im Dezember Mittelzuflüsse gesehen; das mag auch für einige andere Marktteilnehmer gegolten haben. Ich denke, dass diese Liquidität dem Markt im Januar geholfen hat. Wir haben uns aber anhand des ISM-Index (Einkaufsmanager-Index vom Institute for Supply Management, ISM) in den vergangenen zwei Rezessionen angesehen, wie sich damals der High Yield Markt im Vergleich zum Aktienmarkt in den kommenden Monaten erholt hat. Wir haben dafür den niedrigsten Stand im ISM-Index genommen, der relativ gut den konjunkturellen Tiefpunkt anzeigt. Von diesem Stand an haben wir den High Yield Markt mit dem Aktienmarkt verglichen. In beiden Zyklen hat der High Yield Markt deutlich besser abgeschnitten. Damit haben wir zumindest eine historische Untermauerung ihrer These. Die Logik dahinter ist, dass Unternehmen in Krisenzeiten stärker auf ihr Überleben und die Rückzahlung ihrer Kredite achten. Der Aktieninvestor schaut mehr auf Wachstum, für uns ist die Rückzahlung der Kredite wichtiger.

Argentos: Wir ist Ihr Portfolio denn derzeit aufgestellt? Spielen zyklische Unternehmen bereits eine größere Rolle?

Sandro Naef: Grundsätzlich spielen wir nicht den Zyklus, sondern schauen uns jedes Unternehmen einzeln an. Wenn es z.B. der Verschuldungsgrad eines Unternehmens und die Marktposition zulassen, kann eine erstrangige Verbindlichkeit eines zyklischen Unternehmens auch in der aktuellen Marktphase sehr attraktiv sein. Pauschal kann man derzeit aber sagen, dass wir auch in den weniger

zyklischen Sektoren sehr attraktive Bewertungen finden. Das Charmante an der aktuellen Marktsituation ist, dass man keine außerordentlichen Risiken suchen muss, um auf eine attraktive Rendite zu kommen. Daher überwiegen in unserem Portfolio aktuell die weniger zyklischen Werte im Vergleich zu unserem Vergleichsindex.

Argentos: Derzeit notieren auch einige Anleihen von Unternehmen, die mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit Konkurs gehen, unter ihrem vermeintlichen Recovery Wert (dem Wert, den der Anleiheninhaber aus der geschätzten Konkursmasse erhält). Sind Sie in solchen Titeln engagiert?

Sandro Naef: Natürlich halten wir auch nach solchen Gelegenheiten Ausschau. Aber wie gesagt muss man derzeit solche Risiken gar nicht unbedingt eingehen. Wir haben sehr viele Anlageideen, von Unternehmen mit stabilen Cash Flows und ebenfalls sehr attraktiven Verzinsungen.

Argentos: Wie breit diversifizieren Sie Ihr Portfolio in der aktuellen Marktphase? Versuchen Sie breiter zu streuen, um Einzelrisiken zu begegnen?

Sandro Naef: Wir haben derzeit zwar viele gute Ideen, aber stellen uns deshalb nicht automatisch noch breiter auf. Wir investieren in die besten Ideen. Unser Portfolio hat derzeit 50 bis 60 Titel und wir werden voraussichtlich auch in dieser Spanne bleiben.

Argentos: Kommen wir zum Schluss nochmal auf die Liquidität im Markt zu sprechen. Gibt es bei Ihnen im Haus Mittelzu- oder Abflüsse? Wie schätzen sie die Entwicklung im Gesamtmarkt ein?

0409

Sandro Naef: Wie erwähnt hatten wir im Dezember starke Zuflüsse von Anlegern, die antizyklisch gehandelt haben. Die guten Volumen, die wir bekommen haben, haben wir langsam und mit Bedacht angelegt. Sonst hätten wir uns in dem Markt auch die Preise selber kaputt gemacht. Daher stammt auch immer noch eine leicht erhöhte Kasse von knapp über 8%. In jüngster Zeit ist es ruhiger geworden und wir haben weder große Zu- noch Abflüsse. In der Position fühlen wir uns sehr wohl und können die freie Liquidität sinnvoll einsetzen. Der Gesamtmarkt hat immer noch eine sehr geringe Liquidität. Andererseits habe ich auch den Eindruck, dass nicht nur wir im Dezember Zuflüsse hatten. Wir erkennen auch viel Interesse von Beratern und institutionellen Kunden, die teilweise recht lange Entscheidungsprozesse haben. Die Anlageklasse im allgemeinen sowie auch unser Fonds im speziellen wird derzeit von einigen Interessierten beobachtet. Ich könnte mir vorstellen, dass im zweiten Halbjahr einige dieser Investoren in den Markt kommen werden.

Argentos: Wir bedanken uns für das Gespräch und wünschen eine weiterhin erfolgreiche Performance.

Impressum

Argentos AG & Co. KGaA
Hanauer Landstraße 291 B | 60314 Frankfurt a.M.
Telefon +49 69 710475-140 | Telefax +49 69 710475-210
Info@Argentos.de | www.Argentos.de
Verwendete Logos, Markenzeichen und Markennamen
sind Eigentum des jeweiligen Rechteinhaber.
Irrtümer und Änderungen vorbehalten.