



**FUCHSBRIEFE** Anlagechancen 2009

Ralf Vielhaber (Hg.)

# DAS COMEBACK DER USA

FUCHS  BRIEFE

*»Die Krise auf dem amerikanischen Hypothekenmarkt für Schuldner mit geringer Bonität hat zu einem Ausverkauf an den globalen Kreditmärkten geführt. Die Preise für gehandelte Darlehen und kreditgedeckte Finanzprodukte sind auf historische Tiefststände gefallen. Auch Hochzins-Unternehmensanleihen sind abgestürzt, die Risikoprämien kräftig gestiegen. Anlagestrategen halten den Sinkflug für eine von Angst getriebene Überreaktion, die bei vielen Schuldtiteln zu einer Unterbewertung geführt hat – ein gefundenes Fressen für mutige Schnäppchenjäger.«*

# Geier im Anflug

## Von der Kreditmarktkrise profitieren

Markus Neumann, FUCHS-Team

Die Meldung sorgte für Aufsehen. Ende August 2008 berichtete die Nachrichtenagentur Bloomberg, Bill Gross, Chef des weltweit größten Anleihenverwalters Pacific Investments Management Co (Pimco), wolle einen milliardenschweren Fonds auflegen, spezialisiert auf Anleihen, die mit US-Hypotheken gedeckt sind. Solche sogenannten Asset Backed Securities (ABS) waren der Ausgangspunkt der globalen Bankenkrise. Die Preise dieser strukturierten Kreditprodukte sind seit Anfang 2007 stark gefallen und bieten nun offenbar attraktive Einstiegsniveaus.

*Star-Fondsmanager steigt wieder ein*

### Kauf werthaltiger Schulden erscheint lukrativ

Gross ist nicht der einzige, der in den Startlöchern steht. Auch Hedgefonds-Manager John Paulson, der im vergangenen Jahr mit seiner Wette auf fallende Hypothekenanleihen mehr als 10 Milliarden US-Dollar verdiente, ließ verlauten, er sei auf eine Trendwende im Finanzsektor vorbereitet. Fondsgesellschaften sammeln seit Monaten Geld, um vor allem werthaltige Schuldtitel aufzukaufen, die in den Sog der Krise gerieten und jetzt als unterbewertet gelten. Lukrativ erscheinen vor allem die Märkte für Unternehmenskredite und -anleihen, deren Bewertungen stark gefallen sind, obwohl die zunehmenden Darlehensausfallraten sich bisher weitgehend auf den Hypothekenmarkt beschränkten.

*Kreditzyklus läuft den Aktienbörsen voraus*

Doch nicht nur stark gefallene Preise locken. Für ein Engagement auf den Märkten für Unternehmensschuldtitle spricht auch der Kreditzyklus. Er lief den Aktienbörsen in der Vergangenheit voraus. Während Dividentitel noch fielen oder sich seitwärts bewegten, hatte bei den Preisen für Unternehmensanleihen und -kredite bereits wieder eine Erholung eingesetzt.

### Spreads als Signalgeber

Die relativen Bewertungen von Kreditrisiken, die mit sogenannten Spreads gemessen werden, eilen in der Regel auch der Konjunktur voraus. Spreads zeigen meistens den Renditeabstand zwischen einer sicheren und

einer mit Risiko behafteten Kapitalanlage an. Bei Anleihen wird beispielsweise die Renditedifferenz zwischen Staats- und Unternehmenstiteln gemessen. Enge Spreads signalisieren eine hohe Risikobereitschaft an den Märkten. Und die ist üblicherweise dann vorhanden, wenn die Konjunktur rund läuft und die Kreditausfallrate niedrig ist. Werden dagegen eine Abschwächung der Wirtschaft und infolge dessen zunehmende Zahlungsschwierigkeiten von Unternehmen befürchtet, nimmt die Risikoaversion wieder zu und die Spreads weiten sich aus. In der Vergangenheit waren sie zuverlässige Frühindikatoren, die einen Konjunkturreinbruch signalisierten, bevor er in realwirtschaftlichen Daten wie beispielsweise einem Anstieg der Kreditausfallrate sichtbar wurde.

### Idealtypische Situation

*Übertriebener Pessimismus  
infolge der  
Hypothekenkrise*

So gesehen erscheint die Situation an den Kreditmärkten im September 2008 nahezu idealtypisch. Die Spreads sind seit Sommer 2007 stark gestiegen, Banken und Wirtschaftsforschungsinstitute korrigieren inzwischen ihre Wachstumsprognosen nach unten, während die Konjunktur noch moderat läuft und die Zahlungsausfälle im Unternehmenssektor nach wie vor niedrig sind – der Kreditzyklus befindet sich mitten in seiner letzten Phase, bevor wieder eine Erholung einsetzt.

Das zum Teil extreme Auseinanderdriften von Spreads und Ausfallraten ist nach Ansicht von Fachleuten ein deutlicher Hinweis auf eine Unterbewertung einiger Kreditmärkte. Aus der Höhe der Spreads lässt sich die von den Kreditgebern erwartete Ausfallrate ableiten. Auf manchen Märkten, rechnet etwa die internationale Investmentgesellschaft Invesco vor, haben die Investoren zukünftige Zahlungsausfälle eingepreist, die weit über dem historischen Durchschnitt liegen und gemessen an der konjunkturellen Entwicklung übertrieben pessimistisch seien – eine Folge der Hypothekenkrise, die panische Verkäufe im gesamten Kreditmarkt provozierte.

### Verbriefte Übernahmekredite gelten als billig

*Vielen institutionellen  
Anlegern sind die  
Hände gebunden*

Als deutlich unterbewertet gilt vor allem der Markt für sogenannte Leveraged Loans. Dabei handelt es sich um Kredite, die meistens von Großbanken oder Konsortien an bereits hoch verschuldete Unternehmen vergeben werden, deren Rating unter „Investment Grade“ liegt. Die Bonität solcher Firmen wird von Ratingagenturen wie Moody's und S & P so niedrig eingestuft, dass es vielen institutionellen Anlegern, etwa Pensionskassen und Stiftungen, gesetzlich oder aufgrund eigener Statuten verboten ist, in deren Schuldtitel zu investieren.

Mit Leveraged Loans werden vor allem Akquisitionen finanziert. Zwischen 2003 und 2007, als sich das Übernahmekarussell immer schneller drehte, schwoll das Marktvolumen alleine in den USA von 225 auf 1061 Milliarden US-Dollar an. Noch 2007 wurden dort Leveraged Loans in Höhe von 426 Milliarden US-Dollar vergeben – ein Rekord, der wohl nicht so schnell überboten werden wird. Denn in der jetzigen Marktphase sitzt das Geld bei den Großbanken, die mit Milliarden-Abschreibungen wegen der Hypothekenkrise kämpfen, alles andere als locker.

## Liquiditätsengpass treibt Risikoaufschläge

Die versiegende Liquidität treibt die Renditeaufschläge auf Leveraged Loans. Die Kurse sind auf historische Tiefststände gefallen. Sie liegen selbst unter den Notierungen von 2002, als der Anschlag auf das World-Trade-Center, spektakuläre Unternehmenspleiten (Enron, Worldcom) und eine Rezession die Risikoaufschläge in die Höhe getrieben hatten. Nach Berechnungen von Invesco implizieren die hohen Risikoprämien an den Leveraged-Loans-Märkten einen Anstieg der Kreditausfallrate von derzeit 1,73 % auf 9,8 %. Die historische Durchschnitt liegt lediglich bei 2,78 % und Ende 2002 erreichte er kurzzeitig den Spitzenwert von gut 7 %.

*Kurse für Leveraged Loans notieren auf historischem Tiefstand*

Ähnlich argumentiert Aurelius Capital, eine auf die Kreditmärkte spezialisierte Managementgesellschaft, die Leveraged Loans auch für unterbewertet hält. Das Unternehmen hat zusammen mit der Hamburger Privatbank Hesse Newman unlängst einen Fonds lanciert, der über sogenannte Collateralized Loan Obligations (CLO) in diesen Markt investiert. CLOs sind strukturierte Kreditprodukte, eine Untergruppe der Asset Backed Securities (ABS), die bei manchen inzwischen als Teufelswerk gelten.

## Investmentvehikel für den Kreditkauf

CLOs sind Investmentvehikel, die ausschließlich in Unternehmenskredite investieren und von einem Manager aktiv verwaltet werden. Sie bündeln im Durchschnitt um die 200 Leveraged Loans unterschiedlicher Unternehmen; das übliche Gesamtvolumen rangiert zwischen 250 bis 500 Millionen US-Dollar. Die Kredite werden in mehrere Tranchen mit verschiedenen Ratings zerlegt, die wiederum als festverzinsliche Anleihen verbrieft und an Investoren weiterverkauft werden. Die Höhe der Verzinsung richtet sich nach der jeweiligen Risikoklasse.

*Unternehmenskredite werden in verschiedene Risikoklassen zerlegt*

Die Anleihen aus der obersten CLO-Tranche mit dem besten Rating (AAA) werden aus den Krediteinnahmen (Zinsen und Tilgung) als erstes bedient, anschließend folgt die nächst höhere Tranche. Das Prinzip setzt

sich bis zur letzten Position, der Eigenkapitaltranche, fort. Dieses sogenannte Equity Piece trifft es bei Zahlungsausfällen als erstes. Die Tranche mit dem AAA-Rating ist die sicherste.

Bevor sich die Hypothekenkrise Bahn brach, rissen sich institutionelle Anleger um CLOs. Reglementierte Pensionskasse und Banken konnten plötzlich in ein Kreditsegment investieren, das für sie vorher tabu war. Das versprach Diversifizierung und zu dem AAA-Rating gab es auch noch ein paar Extra-Basispunkte im Vergleich zu anderen, gleich eingestuftem Anleihen obendrauf. Weil viele Institutionelle strukturierte Kreditprodukte inzwischen meiden, rücken jetzt auch Privatanleger ins Blickfeld von Fondsgesellschaften und Emissionshäusern. Mit der Kursflaute an den Aktien- und Rohstoffbörsen und den gestiegenen Risikoprämien bei Kreditprodukten im Rücken spekulieren sie auf Platzierungserfolge.

### Hesse-Newman-Fonds setzt auf CLOs

*Spezialanbieter ermöglichen Privatanlegern den Einstieg in den Markt*

Mindestens 100 Millionen Euro wollen Aurelius und Hesse Newman bei institutionellen und privaten Investoren einsammeln. Das Geld soll ausschließlich in die Eigenkapitaltranchen von zehn bis zwölf CLOs investiert werden. Zwar bergen diese Tranchen das höchste Risiko, dafür bieten sie aber auch die größten Chancen. Im Gegensatz zu den festverzinsten CLOs ist die auf das Eigenkapital entfallende Rendite flexibel und allein von der Ausfallquote der Kredite abhängig.

Hesse Newman und Aurelius bieten ihr CLO-Investment in drei Varianten an: Für institutionelle und vermögende Privatanleger zwei Privatplatzierungen, eine mit und eine ohne Kapitalsicherung. Die Mindestanlage summe beträgt jeweils 125.000 Euro, die Laufzeit zehn Jahre. Die erwartete Rendite, berechnet nach der Methode des internen Zinsfußes (IRR), summiert sich für den Fonds ohne Kapitalschutz auf 18 % p. a., bei der Variante mit Kapitalschutz sind es 11 % p.a.. Die jährlichen Verwaltungskosten liegen mit 1,25 % (ohne Kapitalsicherung) und 1,45 % im Rahmen. Hinzu kommt eine sogenannte Performancefee von 20 % auf alle Erträge, die 15 % p. a. übersteigen.

*„Geierfonds“ sind auf angeschlagene Unternehmen spezialisiert*

Der dritte Fonds wird als geschlossene Beteiligung öffentlich vertrieben. Für diese ebenfalls kapitalgeschützte Variante beträgt die Mindestanlage summe 10.000 Euro. Die erwartete Rendite liegt nur bei 10 % p. a. IRR. Dafür sollen jährlich 8 % der Anlagesumme ausgeschüttet werden.

Auch spezialisierte Hedgefonds liegen auf der Lauer, um aus der Hypothekenkrise Kapital zu schlagen. Je weiter sich das Debakel zuspitzt und die

reale Wirtschaft mit herunter zieht, desto mehr Chancen eröffnen sich für sogenannte „Geierfonds“. Sie sind auf Investitionen in Schuldtitel finanziell angeschlagener Unternehmen spezialisiert, die sich in einer Restrukturierungsphase oder bereits im Insolvenzverfahren befinden – „Distressed Securities“ (notleidende Wertpapiere) nennt sich dieser Anlagestil im Branchenjargon.

Im Fokus stehen oft Firmen mit einem etablierten operativen Geschäft, die Schwierigkeiten haben, ihre Bankkredite oder Anleihen zu bedienen. Typische Ursachen für eine solche Stresssituation sind eine zu hohe Fremdschuldenquote, Liquiditätsprobleme oder sprunghaft gestiegenen Kapitalkosten wegen einer Herabstufung der Bonität („Downgrades“ von Ratingagenturen).

### Optimales Umfeld für Distressed Securities

Wegen der steigenden Risikoprämien und der restriktiveren Kreditpolitik vieler Banken infolge der Hypothekenkrise und des bereits begonnenen Wirtschaftsabschwungs wird es vor allem für Unternehmen mit geringer Bonität immer schwieriger, sich zu refinanzieren. Die meisten Marktbeobachter erwarten deswegen 2009 eine deutliche Zunahme der Unternehmenspleiten und der Zahlungsausfälle im Kreditmarkt – für „Distressed-Securities“-Fonds das optimale Umfeld. Sie übernehmen Schulden von denjenigen Unternehmen, denen sie die größten Erholungschancen einräumen. Im Aufschwung, wenn sich diese Firmen wieder stabilisiert haben, fahren die Fonds ihre Gewinne ein.

*Finanzierungsprobleme von Unternehmen werden 2009 zunehmen*

Für Privatanleger gibt es bisher kaum Finanzprodukte, mit denen sie auf „Distressed-Securities“-Strategien setzen können. Das Hamburger Emissionshaus Nordkapital bietet nun einen geschlossenen Private-Equity-Dachfonds an, der knapp ein Viertel des eingeworbenen Kapitals in den Distressed-Dept-Fonds „Oaktree Europe II“ investiert. Der Fonds wird von der gleichnamigen Oaktree Capital Management verwaltet, die über langjährige Investorenerfahrung mit notleidenden Schuldtiteln verfügt. Die Manager erwerben bevorzugt Positionen, die es ihnen ermöglichen, eine Führungsrolle bei der Restrukturierung der Unternehmen zu übernehmen. Der „Oaktree Europe II“ (geplantes Volumen von 1,25 Milliarden Euro) wird in mittelständische Unternehmen in Europa investieren. Bei den fünf weiteren Fonds, die der Nordkapital-Dachfonds bereits gezeichnet hat, handelt es sich um klassische Beteiligungsfonds, die weltweit mit unterschiedlichen regionalen Schwerpunkten anlegen.

*Wenig Produkte für Privatanleger*

*Günstiger  
Einstiegszeitpunkt  
mindert das Risiko*

Die recht stattlichen Renditen, die Kreditmarktfonds versprechen, sind natürlich nicht ohne Risiko zu haben. Vor allem bei Investitionen in insolvente Unternehmen besteht die Gefahr des Totalverlusts. Ein Nachteil ist auch die geringe Liquidität und die mangelnde Transparenz. „Distressed“-Investoren sollten zudem genügend Sitzfleisch mitbringen. Denn bei diesen Strategien kann es einige Jahre dauern, bis sie Früchte tragen. Entsprechend lang ist die Laufzeit der Fonds.

Fazit: Chance und Risiko an den Kreditmärkten stehen in der aktuellen Marktphase in einem attraktiven Verhältnis. Bill Gross, Pimcos Star-Fondsmanager, formuliert es so: Kreditprodukte seien unproblematisch, konstatiert er, – solange der Preis stimme.