

# Hochzinsanleihen stehen hoch im Kurs

**Der High-Yield-Sektor in Europa boomt. Die gute Konjunktur, kaum Zahlungsausfälle bei den Unternehmen und steigende Zinsen favorisieren Hochzinsanleihen. Mit dem neu in der Schweiz zugelassenen «Nordea 1 – European High Yield Bond Fund» kann man vom Aufwärtstrend optimal profitieren.**



**Von Pascal Thorens**  
Business Director Switzerland  
and Southern Europe  
Nordea Investment Funds, Zürich

Im schwierigen geopolitischen Umfeld des ersten Halbjahrs 2006 zeigte sich der Markt für Hochzinsanleihen erstaunlich robust. Während die «sicheren» Staatsanleihen seit Jahresbeginn Kursverluste hinnehmen mussten, entwickelten sich die High Yields dank ausgezeichneter Fundamentaldaten und einer bisher geringen Ausfallrate in Europa positiv. Der Merrill

Lynch High Yield Index verzeichnete seit Jahresanfang einen Anstieg von 4,7% (per 31. August). Im Gegensatz zu 2005, als die Herabstufung von General Motors und Ford kurzfristig Unruhe unter den Anlegern auslöste, nutzten die Investoren die kürzlichen Marktschwächen zur Aufstockung ihrer Anteile an Hochzinsanleihen.

## Hohe Emissionstätigkeit in Europa

Bereits im Mai 2006 erreichte das Volumen der Neuemissionen im europäischen Markt mit 14,5 Mrd. Euro den Wert des gesamten Vorjahres. Das war vor allem der regen Refinanzierungstätigkeit von Leveraged Buy-Outs (LBOs), d.h. fremdfinanzierten Übernahmen von Unternehmen, zuzuschreiben. Aber auch die allgemeine Expansion von Unternehmen und die günstigen Kreditkonditionen trugen dazu bei. Ein grosser Anteil an sehr hoch verschuldeten Unternehmen unter den Neuemissionen sorgt jedoch zunehmend für Nervosität bei den Rating-Agenturen. Die Warnungen vor schlechter Kreditqualität nehmen zu. Insbesondere durch LBOs stieg die Anzahl der Hochzinsbonds mit besonders niedriger Kreditwürdigkeit. Während anfangs noch eine Verschuldung in Höhe des 4,5fachen des Wertes des Ergebnisses vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) als Grenze galt, wird heute schon das 7fache als normal akzeptiert. Je niedriger das Rating, desto höher ist die Gefahr eines Zahlungsausfalls. 40% der neuen Anleihen hatten in den letzten zwei Jahren die Bonitätsnote «B-» oder schlechter. Erst im zweiten Quartal dieses Jahres sank die Rate auf 26%.

Trotz der Zinserhöhungen in den USA und Europa sind die Refinanzierungsmöglichkeiten gut, und die soliden Unternehmensergebnisse stützen

den Markt. Die aktuellen Kreditausfallquoten sind im historischen Vergleich sehr tief. Sie betragen durchschnittlich 0,5% in Europa und 1,72% in den USA. Schätzungen der Rating-Agentur Moody's zufolge werden sich die Quoten bis Mitte 2007 global auf 2,7% erhöhen. Aufgrund der niedrigen Ausfälle lagen auch die Risikoaufschläge gegenüber Regierungsanleihen (Spreads) Ende August bei weniger als 3% und damit unter dem langfristigen Mittelwert von rund 5%. Ausgehend von der anhaltend guten Wirtschaftslage, rechnen wir in den nächsten Monaten nicht mit einer Vergrösserung der Spreads.

## Nordea mit Expertise im High-Yield-Segment

Beim Fondsmanagement für High Yield Bonds beschränkt sich Nordea bewusst auf die europäischen Märkte und greift dabei auf eine umfangreiche und fokussierte Kreditanalyse zurück. Aus einem Universum von 150 Schuldnern werden in einem differenzierten Bottom-up-Ansatz 40 bis 80 Positionen ausgewählt. Die Investitionen beruhen auf einer Analyse der wesentlichen Kennzahlen sowie auf attraktiven Wertentwicklungen und gutem Qualitätsmanagement der jeweiligen Unternehmen. Mit dem «Nordea 1 – European High Yield Bond Fund» hat die nordische Investmentgesellschaft hier in den letzten Jahren Expertise bewiesen.

Der Fonds, dessen Anteile seit kurzem auch in der Schweiz zum öffentlichen Vertrieb zugelassen sind, gehört mit einem Fondsvermögen von rund 190 Mio. Euro zu den besten Fonds seiner Kategorie in Europa. Er hält sowohl von Standard & Poor's (S&P) als auch von Morningstar fünf Sterne. Die institutionelle Tranche liegt im Ver-

Ein Portfolioanteil von rund 10% in High Yield Bonds bietet eine empfehlenswerte Diversifikation. Von einem Einzelengagement ist jedoch abzuraten, da erst ab etwa 50 Titeln das Ausfallrisiko professionell gemanagt werden kann.

gleich von Standard & Poor's per Juli 2006 über die Zeiträume von einem und von drei Jahren an erster Stelle in der Referenzgruppe.

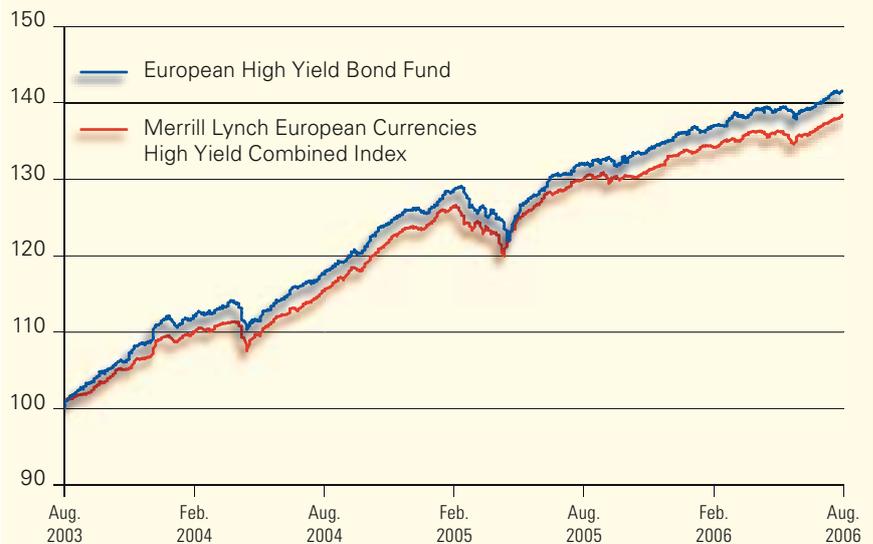
### Unternehmensbasierter Investmentansatz

Seit seiner Lancierung im Januar 2002 wird der Fonds von Henrik Ø. Pederesen, Sandro Naef und Torben Skødeberg nach einem strikten Bottom-up-Ansatz verwaltet. Ihre Investmentphilosophie ist charakterisiert durch eine intensive individuelle Kreditanalyse, ein aktives Risikomanagement und ausgewogene Investmententscheidungen im Team. Grundsätzlich lässt sich eine gute Performance im High-Yield-Sektor nicht wie im Investment-Grade-Bereich durch Titel mit überdurchschnittlicher Performance erzielen, sondern durch die Vermeidung von «Nieten».

Bei der Auswahl von Anleihen konzentrieren sich die Fondsmanager auf die konkreten Unternehmensdaten, die nach einem eigens entwickelten Modell ausgewertet werden. Momentan enthält das Portfolio 55 Einzeltitel, deren Fundamentaldaten permanent analysiert und verglichen werden. Die Risikokontrolle erfolgt über ein umfassendes Risikomanagementsystem, das permanent Daten über den Beitrag zur Performance sowie die Exposure der Einzeltitel liefert. In den vergangenen vier Jahren konnten die Fondsmanager mit diesem Ansatz ein jährliches durchschnittliches Alpha von 2,7% gegenüber dem Benchmark erwirt-

## Erfolgreich mit europäischen High Yields

in Euro, indiziert, 31.8.2003 = 100



Der «Nordea 1 – European High Yield Bond Fund» gehört seit seiner Lancierung zu den besten Fonds seiner Kategorie in Europa.

schaften. Die Performance von 4,2% im bisherigen Jahresverlauf (per Ende August) bestätigt die Nachhaltigkeit dieses Ansatzes.

### Risikokontrolle im Portfolio

Zu den grössten Positionen im Portfolio gehören momentan Anleihen des Healthcare-Unternehmens Nycomed SA sowie der Non-Profit-Organisation Lighthouse Intl. Co., wobei der maximale Anteil eines Investments in ein Unternehmen lediglich 6% betragen kann. Ebenso achten die Fondsmanager auf eine möglichst breite Diversifikation und berücksichtigen Korrelationen zwischen einzelnen Sektoren.

Gegenwärtig sind rund 60% in den höchsten Ratingkategorien BB und B angelegt. Verspricht die Kreditanalyse interessante Anlagemöglichkeiten, kann der Fonds auch in Unternehmen ohne Rating investieren. Momentan sind das etwa 8 bis 9% des Portfolios, beispielsweise die irische Zeitungsgruppe «Independent News».

### Ausblick bleibt gut

Aufgrund der guten Wirtschaftslage in Europa gehen wir davon aus, dass die überwiegende Anzahl der Schuldner ihre Kredite ohne Probleme bedienen wird. Stabile Mittelzuflüsse und erfreuliche Unternehmensergebnisse bleiben eine gute Marktstütze. Die Zinsentwicklung in Europa dürfte weiterhin eher nach oben tendieren. Im Gegensatz zu normalen Anleihen reagieren Hochzinsanleihen weniger auf Zinsanstiege, sondern profitieren von einem positiven Wirtschaftsumfeld. Auf dem aktuellen Niveau ist der Markt fair bewertet und verspricht für die nächsten 12 Monate eine Rendite von rund 6%. Ein Portfolioanteil von rund 10% in High Yield Bonds bietet daher eine empfehlenswerte Diversifikation. Von einem Einzelengagement ist abzuraten, da erst ab ungefähr 50 Titeln das Ausfallrisiko professionell gemanagt werden kann. ●

## Much sought after high yield bonds

The market for high yield bonds proved robust in the geopolitically difficult first half of 2006. While seemingly safe government bonds were faced with price losses, high yield bonds did well due to excellent fundamental data and historically very low default rates in Europe and the U.S. In Europe alone the volume of new issues reached 14.5 billion euros from January to May 2006, equalling the total volume for the whole of 2005. Despite interest rate hikes in the U.S. and Europe, refinancing opportunities remain good, and solid corporate results back up the market.

In the field of high yield bonds Nordea purposely limits its range of products to Europe. With a volume of 190 million euros, its «Nordea 1 – European High Yield Bond Fund», has been one of the best funds in this category since its launch in 2002. While the recommended portfolio allocation for high yield bonds is approximately 10%, experts advise against direct investments, because it takes at least 50 different bonds to professionally manage the default risk. Consequently the Nordea fund is an excellent alternative for perfect portfolio diversification.