

Hintergrund

April 2009

Warum Unternehmensanleihen
jetzt?

©2009. Herausgeber: Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Alte Mainzer Gasse 37, 60311 Frankfurt am Main, Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen, und keine Aussage in diesem Bericht ist als solche Garantie zu verstehen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers/der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung von Lazard oder deren assoziierter Unternehmen dar. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder Lazard noch deren assoziierte Unternehmen übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieser Publikation oder deren Inhalt. Weder diese Veröffentlichung noch ihr Inhalt noch eine Kopie dieser Veröffentlichung darf ohne die vorherige ausdrückliche Erlaubnis von Lazard auf irgendeine Weise verändert oder an Dritte verteilt oder übermittelt werden. Mit der Annahme dieser Veröffentlichung wird die Zustimmung zur Einhaltung der o.g. Bestimmungen gegeben.

Warum Unternehmensanleihen jetzt?

- ◆ Seit dem Sommer 2007 erleben wir das sukzessive Fortschreiten einer aus dem US-Häusermarkt entsprungene Finanzmarktkrise, die sich inzwischen über fast alle Regionen der Welt sowie über alle Assetklassen erstreckt.
- ◆ Das Jahr 2008 hat uns auf der einen Seite im Bereich der Unternehmensanleihen neue Höchststände bei den Kreditprämien (Credit Spreads) beschert, während die Renditen von deutschen Staatsanleihen auf der anderen Seite auf historische Tiefs gefallen sind.
- ◆ Wir sehen nach schwierigen 18 Monaten wieder Chancen bei Investments in Unternehmensanleihen. Wir möchten in dieser Publikation aber auch auf die Risiken hinweisen. Die zwei entscheidenden Risikokomponenten bei Unternehmensanleihen sind zum einen die Bewertungsrisiken und zum anderen die Ausfallrisiken.
- ◆ Gemessen an den letzten fünf Jahren glauben wir, dass das Segment für Unternehmensanleihen für das Jahr 2009 überdurchschnittliche Chancen, bei kurzfristig erhöhtem Risikopotential mit sich bringt. Wir sind der Auffassung, dass die Risiken zu managen sind. Grundvoraussetzung ist ein stringenter Investmentprozess, auf den wir im Weiteren eingehen.
- ◆ Der Lazard-Investmentprozess ist in vier sich kontinuierlich wiederholende Stufen unterteilt, die sicherstellen, dass unsere Unternehmensanleihenportfolios ständig optimiert werden. Lazard ist ein bottom-up orientiertes Haus, d. h. die Auswahl der Titel erfolgt nicht aus Sektorsicht, sondern auf Einzeltitelebene, sprich beim Emittenten/Unternehmen.
- ◆ Wir erwarten, über die laufenden Renditen der Unternehmensanleihen in 2009 auf eine auskömmliche Rendite zu kommen. Die Einengung der Spreads werden unserer Ansicht nach jedoch eher ein Thema für 2010 sein.

Warum Unternehmensanleihen jetzt?

Seit dem Sommer 2007 erleben wir das sukzessive Fortschreiten einer aus dem US-Häusermarkt entsprungenen jedoch im Finanzmarkt durch US-Subprimekredite sich verstärkenden Krise, die sich inzwischen über fast alle Regionen der Welt sowie über alle Assetklassen erstreckt. Die vielfach gezogenen Vergleiche mit der Weltwirtschaftskrise aus dem Jahre 1929, welche in der „Großen Depression“ endete und das Börsenleben (Finanzwirtschaft) sowie die Produktionsstätten (Realwirtschaft) für 10 Jahre fast zu vollständigem Erliegen brachten, hinken jedoch.

Dennoch befinden wir uns in einer Finanzmarktkrise, die mit keiner vorher dagewesenen Krise vergleichbar ist und in diesem Ausmaß, dieser Intensität und Geschwindigkeit nicht vorhersehbar war. Die gesamten realwirtschaftlichen- und finanzmarktspezifischen Folgen sind derzeit nur schwer absehbar, wenngleich sich einige Länder bereits in einer tiefer gehenden wirtschaftlichen Rezession befinden. Diese Entwicklung hat auch das Segment der Unternehmensanleihen negativ erfasst.

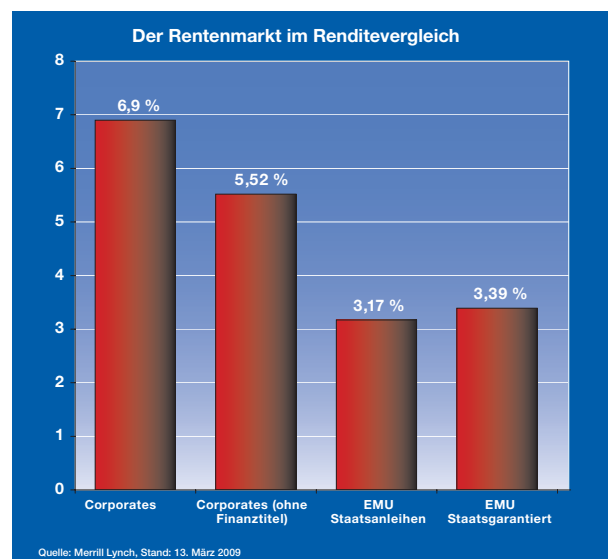
Das Jahr 2008 hat uns auf der einen Seite im Bereich der Unternehmensanleihen neue Höchststände bei den Kreditprämien (Credit Spreads) beschert. Auf der anderen Seite sind die Renditen im Staatsanleihensegment auf historische Tiefststände gefallen. Je nachdem, ob man stärker bei Unternehmensanleihen oder bei Staatsanleihen engagiert war, fiel die Performance der Portfolios im Jahr 2008 signifikant unterschiedlich aus (vgl. Abb. 1).

Abbildung 1: Rendite von EU-Staatsanleihen und Kreditprämien von Unternehmensanleihen



Die Entwicklung hat für viele Renteninvestoren zu einer schwierigen Situation geführt. Die Renditen im Staatsanleihenbereich sind für Anleger nicht mehr ausreichend, um die gesteckten Ertragsziele zu erfüllen. Auch die Option, die Renditen durch staatsgarantierte Anleihen oder Pfandbriefe zu erhöhen, führt zu unbefriedigenden Ergebnissen (vgl. Abb. 2).

Abbildung 2: Durchschnittsrendite am europäischen Rentenmarkt



Wir sehen daher nach schwierigen 18 Monaten wieder Chancen bei Investments in Unternehmensanleihen. Uns ist bewusst, dass es sich hierbei um kein risikofreies Investment handelt. Wir sind überrascht, mit welcher Sorglosigkeit momentan für einen Einstieg bei den Unternehmensanleihen geworben wird.

Wir möchten in dieser Publikation auch auf die Risiken bei Investments im Unternehmensanleiensegment hinweisen, und wie man als institutioneller Anleger diese Risiken managen kann, um die gesteckten Renditeziele zu realisieren.

Risikokomponenten von Unternehmensanleihen

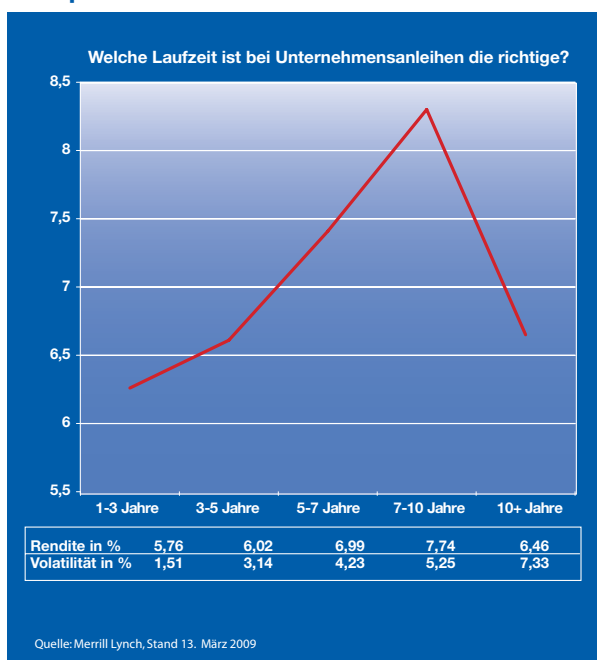
Zunächst werden wir uns allgemein mit Risiken von Unternehmensanleihen und Lösungsansätzen befassen, später jedoch auch einen detaillierten Investmentprozess vorstellen, den Anleihen durchlaufen müssen, bevor sie sich in unseren Kundenportfolios wiederfinden.

Die zwei entscheidenden Risikokomponenten bei Unternehmensanleihen sind zum einen die Bewertungsrisiken und zum anderen die Ausfallrisiken. Bewertungsrisiken haben vor allem in 2008 eine Rolle gespielt, wohingegen die Ausfallraten im selben Jahr um den historischen Tiefpunkt herum lagen.

Bewertungsrisiken kommen dann zum Tragen, wenn die Marktteilnehmer beim Kauf und Verkauf von Unternehmensanleihen höhere Risikoprämien (Credit Spreads) verlangen, somit die Renditen der Wertpapiere ansteigen und die Kurswerte analog dazu fallen. Der Anstieg bei den Risikoprämien in 2008 begründete sich einerseits durch die verschlechternde Kreditqualität vieler Emittenten und andererseits durch eine Vielzahl von Zwangsverkäufen (z.B. aufgrund zu geringer Risikobudgets), die das Angebot- und Nachfrageverhältnis nachteilig beeinflusst haben.

Zur Reduzierung von Bewertungsrisiken gehört die Erkenntnis, dass Unternehmensanleihen mit kurzen Laufzeiten deutlich weniger volatil sind als solche mit längeren Laufzeiten (vgl. Abb. 3).

Abbildung 3: Renditen und Volatilitäten von europäischen Unternehmensanleihen in %



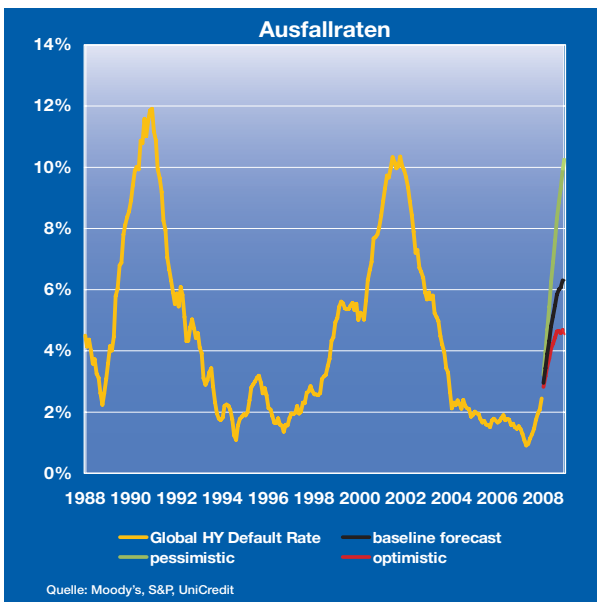
Beispielsweise ist die Volatilität der Unternehmensanleihen im Segment 7-10 Jahre mehr als dreimal so hoch wie im Segment 1-3 Jahre. Der Renditevorteil hingegen, den man bei Investments in längere Laufzeiten realisiert, liegt nur bei ca. 200 BP und kompensiert unserer Meinung nach nicht für die damit einhergehenden Bewertungs- bzw. Volatilitätsrisiken. Zur Reduzierung dieser Risiken empfehlen wir daher, Investments in kurzen Laufzeiten vorzunehmen.

Hierbei ergibt sich ein positiver Nebeneffekt. Wir sind der Überzeugung, dass die momentan hohen Credit Spreads sich nicht zu 100% aus der verschlechterten Kreditqualität der Unternehmen ableiten lassen, sondern auch Ausdruck einer deutlich angestiegenen Illiquiditätsprämie sind. Beispielsweise handelte im vergangenen Dezember das einjährige Kreditrisiko der Porsche AG, bei ca. 7%.

Das heißt, wenn Porsche innerhalb von 12 Monaten nicht in den Konkurs geht, wird der Investor diese 7% Ertrag realisieren können. Die Illiquiditätsprämien lassen sich am einfachsten bei kurzlaufenden Anleihen realisieren, da man hier innerhalb der nächsten ein bis drei Jahre sein Geld zurück erhält.

Neben den Bewertungsrisiken spielen Ausfallrisiken bei Unternehmensanleihen eine signifikante Rolle. Obwohl es im vergangenen Jahr einige prominente Ausfälle gab, wie der Konkurs von Lehman oder der Zusammenbruch der isländischen Banken, sind die Ausfallraten in 2008 gering geblieben. Wir erwarten jedoch für 2009 auf diesem Gebiet einen deutlichen Anstieg. Die Ratingagenturen rechnen beispielsweise in ihrer „Worst Case“-Annahme für das HighYield-Segment mit zweistelligen Ausfallraten (vgl. Abb. 4).

Abbildung 4: Ausfallraten im HighYield-Sektor



Bei Ausfallrisiken unterscheiden wir zwei Kategorien. In die erste Kategorie fallen solche Unternehmen, deren wirtschaftlicher Verfall über die Jahre für Analysten erkennbar gewesen wäre. In die zweite Kategorie fallen Firmen, bei denen z.B. kriminelle Machenschaften, wie Bilanzmanipulationen bei Parmalat, einen plötzlichen Ausfall herbeiführten, also ein wirtschaftlicher Verfall nicht erkennbar war.

Bei Unternehmen der ersten Kategorie, insbesondere im HighYield-Segment, ist zu beobachten, dass die Anleihenkurse dieser Emittenten bereits auf Niveaus handeln, die den möglichen Ausfall in den Bewertungskursen schon vorweg genommen haben.

Beispielsweise hatte der Konkurs der irischen Kristall- und Porzellanmanufaktur Waterford Wedgwood auf die Anleihenkurse dieses Emittenten keinen signifikanten Einfluss. Vor und nach Feststellung der Zahlungsunfähigkeit handelten die Anleihen bei einem Kurs um die 10%. Insofern wird es bei einer Vielzahl von Ausfällen nur noch darum gehen, juristisch die Zahlungsunfähigkeit der Unternehmen festzustellen, ohne dass dies Einfluss auf die Anleihenkurse der Emittenten hat. Der wirtschaftliche Schaden (bei Corporates) ist vielfach schon in den vergangenen zwei Jahren und insbesondere im 4. Quartal 2008 eingetreten. In diesen Fällen war es die Aufgabe des Portfoliomanagements und der Kreditanalysten, bereits im Vorfeld der Zahlungsunfähigkeit auf den wirtschaftlichen Verfall der Unternehmen zu reagieren. Wie so etwas in der Praxis aussieht, werden wir später im Rahmen des Investmentprozesses behandeln.

Die zweite Kategorie, sogenannte „Jump to Defaults“, stellen für das Portfoliomanagement erheblich größere Probleme dar. Kommt der Konkurs aufgrund krimineller Machenschaften zustande, wie z.B. in den Fällen von Parmalat, Enron oder Worldcom, bleiben den Analysten nur geringe Chancen, dies im Vorfeld zu erkennen. Um diese Art von Risiken zu minimieren, bleibt dem Portfoliomanagement nur die Option, darauf zu achten, dass die Portfolios über eine ausreichende Mindestdiversifikation verfügen, um sicherzustellen, dass der Gesamterfolg des Portfolios auch bei Ausfall dieser Emittenten nicht gefährdet ist. Gemessen an den letzten fünf Jahren glauben wir, dass das Segment für Unternehmensanleihen für das Jahr 2009 überdurchschnittliche Chancen, bei kurzfristig erhöhtem Risikopotential mit sich bringt. Wir sind der Auffassung, dass diese Risiken zu managen sind. Grundvoraussetzung ist daher ein stringenter Investmentprozess.

Investmentprozess Unternehmensanleihen bei Lazard

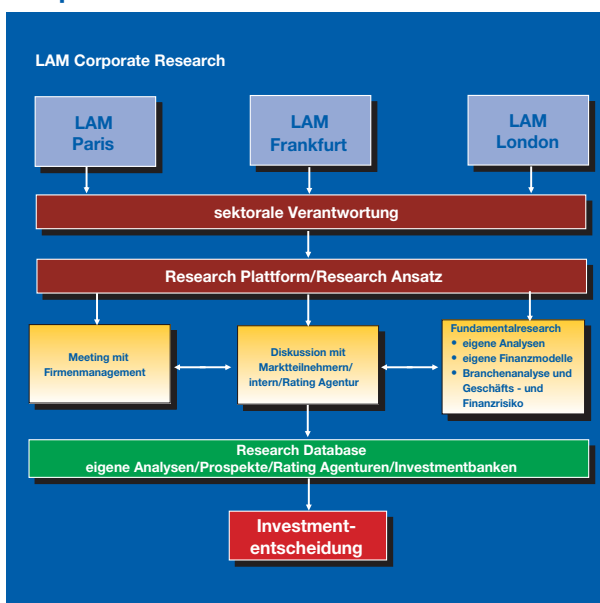
Der Lazard-Investmentprozess ist in vier sich kontinuierlich wiederholende Stufen unterteilt, die sicherstellen, dass unsere Unternehmensanleihenportfolios ständig optimiert werden, um einen stabilen Ertrag im Rahmen der Strategie zu erzielen.

Zunächst einmal sei vorausgeschickt, dass Lazard traditionell ein auf die Auswahl von Einzeltiteln spezialisierter Asset Manager ist. Dies spiegelt sich sowohl in den Strukturen auf der Aktienseite als auch im Rentenportfoliomanagement wieder. Lazard verfügt an den Standorten Frankfurt am Main, London, Paris und New York über spezialisierte Credit-Portfoliomanager/Analysten, die fundamentale Analyse für die ihnen zugewiesenen Sektoren betreiben und für das Management unserer Unternehmensanleihenportfolios zuständig sind. Ausgangspunkt für die Zusammenstellung eines Unternehmensanleihenportfolios ist die Auswahl der Emittenten bzw. der durch den Emittenten begebenen Anleihen. Lazard ist ein bottom-up orientiertes Haus, d. h. die Auswahl der Titel erfolgt nicht aus Sektorsicht, sondern auf der Einzeltitel-Ebene, sprich beim Emittenten/Unternehmen.

Im Rentenmanagement verfolgt Lazard einen internationalen Ansatz, in dem alle Standorte in den fundamentalorientierten Prozess mit eingebunden werden. Die erzielten Analyseergebnisse werden in einer zentralen Datenbank, auf die jeder Rentenportfoliomanager und Kreditanalyst Zugriff hat, verwaltet.

Die folgende Übersicht verdeutlicht den Researchansatz des europäischen Corporate Bond-Teams (vgl. Abb. 5).

Abbildung 5: Unsere Organisation im Corporate Bond-Bereich



Der Researchprozess ist Teil eines umfangreichen Investmentprozesses, welcher sich in den folgenden vier Schritten vollzieht:

- ◆ Fundamentale Kreditanalyse,
- ◆ Relative Value-Analyse,
- ◆ Portfoliosteuerung und
- ◆ Performancekontrolle

Diese vier Schritte werden in den kommenden Abschnitten näher erläutert.

Fundamentale Kreditanalyse

Bei der Einzeltitelanalyse fließen sowohl qualitative als auch quantitative Aspekte in die Beurteilung der Kreditqualität ein.

Die Beurteilung eines Unternehmens kann unserer Ansicht nach nicht nur aufgrund von veröffentlichten Geschäftsberichten und blankem Zahlenwerk, also rein quantitativ getriebenen Aspekten erfolgen. Es ist ebenso wichtig qualitative Aspekte wie die Strategie des Managements, deren Umsatz- und Ertragserwartungen, rechtliche als auch unternehmerische Risiken sowie die angestrebten Unternehmensziele zu verstehen, um diese in den Kontext des wirtschaftlichen Umfelds zu setzen.

Im Rahmen der qualitativen Analyse vereinbaren die Credit-Portfoliomanager/Analysten von Lazard zur Beurteilung der Managementleistung regelmäßige Treffen mit den Verantwortlichen der Unternehmen und ziehen zusätzlich die Expertise der Aktienanalysten hinzu. Eine Kombination der Sichtweise von Aktien- und Rentenanalysten ermöglicht eine 360 Grad Betrachtung eines Unternehmens.

In den Treffen mit dem Management versucht Lazard, Informationen u. a. zur Strategie, zum wirtschaftlichen Ausblick, zu möglichen Akquisitionen, zur Kundenstruktur, zur Marktstellung etc. zu bekommen.

Grundlage für den Fragenkatalog an das Management sind u. a. die fünf Einflussfaktoren nach Porter (Eintrittsbarrieren, Marktmacht gegenüber Kunden, Marktmacht gegenüber Lieferanten, Substitutionsprodukte, Wettbewerb sowie neue Marktteilnehmer).¹

Der Zugang zum Management ist aus Sicht von Lazard ein wichtiges Kriterium. Sollte dieser den Analysten verwehrt bleiben, wird Lazard in dieses Unternehmen nicht investieren. Ebenso wichtig ist die Glaubwürdigkeit (Charakter, Managementfähigkeiten) des Top-Managements. Wirkt das Management unglaubwürdig oder bleiben die Risiken des jeweiligen Unternehmens intransparent, wird der Analyst darauf hinweisen und dazu raten, nicht in das Unternehmen zu investieren.

Darüber hinaus vereinbart Lazard auch Gespräche mit anderen Marktteilnehmern (u. a. Ratingagenturen), um deren Sichtweise für das entsprechende Unternehmen zu erfahren. Neue Erkenntnisse aus den Diskussionen fließen in den Analyseprozess mit ein.

Ferner spielt die Analyse der Anleihebedingungen in den Verkaufsprospekten eine signifikante Rolle. Nur wer seine Rechte auch in schlechten Zeiten kennt, vermag zu beurteilen, ob die zu zahlende Risikoprämie sowie die angebotenen Konditionen eine Investition attraktiv erscheinen lassen. Die Anleihebedingungen können von Anleihe zu Anleihe der Emittenten erheblich voneinander abweichen. Dies hängt unter anderem mit dem Begebungszeitpunkt als auch der Seniorität in der Kapitalstruktur zusammen.

Zur Beurteilung der quantitativen Faktoren zieht Lazard die veröffentlichten Jahresendergebnisse sowie die Quartalsberichte heran und erstellt ein eigenes Finanzmodell.

Dazu bewertet Lazard auch Verbindlichkeiten, die nicht in der Bilanz auftauchen, sondern nur in den Erläuterungen im Anhang des Geschäftsberichts. Hier sind vor allem operatives Leasing, Pensions- und Krankenversicherungsverbindlichkeiten von Interesse.

Nach Erstellung des historischen Finanzmodells nutzen wir die Erkenntnisse aus den Gesprächen mit dem Management, um unsere Finanzprojektionen zu erstellen.

In den erstellten Finanzmodellen ist unser Fokus, insbesondere auf die Fähigkeit des Unternehmens, freien Cashflow zu produzieren, gerichtet. Ist ein Unternehmen mittelfristig nicht in der Lage, sich aus eigenen Cashflows zu refinanzieren, wird es nicht in der Lage sein, den Verschuldungsgrad zu reduzieren und droht damit möglicherweise auszufallen.

Andere Kennzahlen, die betrachtet werden, sind die Zinsdeckung, die absolute Entwicklung der Verschuldung, die Fälligkeitsstruktur der Verschuldung, der Finanzierungsmix (variabel/fix), die Margenentwicklung usw.

Mit Hilfe des Finanzmodells ist Lazard in der Lage, die Angaben des Managements in Bezug auf Gewinn- und Ertragserwartung, Cash Flow, Verschuldungsgrad etc. zu verifizieren und zu beurteilen.

Darüber hinaus ist eine Branchenanalyse wichtiger Bestandteil der Kreditmeinungsfindung. Die Branchenanalyse erfolgt über die fünf Einflussfaktoren des Porter-Modells.

Die erzielten Ergebnisse aus der quantitativen als auch der qualitativen Analyse werden in einem einseitigen Bericht und in einer separaten Finanzübersicht zusammengefasst. Ergänzt wird die Analyse durch eine interne Risikoeinschätzung (LAM Credit Assessment) des Analysten (vgl. Abb. 6).

Abbildung 6: Lazard Asset Management Credit Assessment

-For internal use only-



09-Aug-2007



(BBB/ Baa1)/ (BB+/ Baa3)

LAM Credit Analyst: Holger Keil/ Jens Anderson
LAM Equity Analyst: Sara Fischer

Industry sector: Chemicals

LAM-Credit Assessment:
BBB+/BBB-

current	DD2	z-score
4.31		-1.01

Coupon	Description	Maturity	Currency	Issued amount	Lead	Next call
4.375%	Senior Notes	24-Apr-2012	EUR	1bn	CoBa, MS, DB	None
6.000%	Subordinated	Perpetual	EUR	400mn	Citi, DB	03-Jul-2013
7.375%	Subordinated	14-Jul-2066	EUR	700mn	Barc, Citi, UBS	14-Jul-2016
8.125%	Subordinated	14-Jul-2066	GBP	250mn	Barc, Citi, UBS	14-Jul-2016

Revenues (2006)	EUR 12.4bn	Total debt/EBITDA	2007E 3.0x
Market cap (08-Aug-2007)	EUR 14bn	EBITDA/int exp	2007E 5.6x
Headcount	49.150	Total Debt/total cap	2007E 38%

Linde AG produces and supplies industrial gases and constructs gas-manufacturing plants. The company manufactures industrial gases close to a customer's location and delivers them by pipeline. It has operations and leading market positions in Europe, South America, Asia and Africa.

Credit Outlook rationale:

- Through the acquisition of BOC Group plc and the disposal of KION, Linde AG's focus is on industrial gases and related engineering business, which provides them with strong and stable cash flows based on medium- to long-term contracts with a diversified customer base. The company increased its geographic diversification, however, industrial gases remains a local business.
- The Linde Group successfully delevered by selling non-core and anti-trust induced assets of BOC. Managements focus is on further deleveraging and achieving substantial synergy effects. Furthermore, Linde aims to benefit from outsourcing and new developed technologies.
- The company benefits from high barriers to entry based on its technology and a consolidated market environment. In addition, its engineering business is globally oriented and should benefit from higher growth in Asia and the Middle East. In the past, Linde achieved long-term growth rates of 2-2.5x over GDP.

Credit Risks

- Linde AG faces integration risk of its BOC acquisition based on different cultural and technological differences. Management stated that the integration process is ahead of schedule.
- The company has a Convertible bond outstanding, which, if converted into equity, would trigger a mandatory call on the EUR 7.375% Subordinated bond. Management stated that there are currently no intentions to convert the bond.
- After a successful integration of BOC, managements focus will return to shareholders and thus dividend payout ratios could increase.



	YE'04	YE'05	YE'06	YE'07E	YE'08E
Revenue	9,421	9,511	12,439	11,199	11,761
Operating Income (EBIT)	644	953	1,370	1,746	1,809
Net Interest (paid)/received	129	71	242	400	366
Rental payments	188	135	134	0	0
Net Income	274	523	1,838	1,131	1,331

	YE'04	YE'05	YE'06	YE'07E	YE'08E
EBITDA	1,541	1,705	2,216	2,240	2,293
- Interest	129	71	242	400	366
- Taxes	239	285	669	508	598
- Cap Ex	987	831	971	1,247	1,239
- Dividends	137	150	168	170	200
+/- Changes in WC	-175	-295	-289	95	-151
Free Cash Flow	224	663	455	-180	42

	YE'04	YE'05	YE'06	YE'07E	YE'08E
Total Assets	11,591	12,618	27,996	27,150	28,389
Cash	564	621	906	697	741
Unused committed Credit Facility	0	0	0	0	0
Gross Debt	2,535	2,416	10,596	6,668	6,093
Net Debt	1,971	1,795	9,690	5,971	5,352
Pension Liabilities	840	1,122	1,284	1,168	1,168
Shareholders Equity	4,043	4,424	8,000	8,961	10,093
Total Capital	6,578	6,840	18,596	15,629	16,186
Current market capitalisation			14,360		

	YE'04	YE'05	YE'06	YE'07E	YE'08E
Operating Margin (EBIT Margin)	6,8%	10,0%	11,0%	15,59%	15,38%
EBITDA Margin	16,4%	17,9%	17,8%	20,0%	19,5%
EBITDA Growth		10,6%	30,0%	1%	2%

	YE'04	YE'05	YE'06	YE'07E	YE'08E
EBITDA/Net Interest	11,9	24,0	9,2	5,6	6,3
EBITDAR/ Cash payments	5,5	8,9	6,3	5,6	6,3
(EBITDA - CAPEX)/Net Interest	4,3	12,3	5,1	2,5	2,9
Net Debt/EBITDA	1,3	1,1	4,4	2,7	2,3
Adjusted Net Debt/ EBITDAR	2,0	1,6	4,6	2,7	2,3
Total Debt/EBITDA	1,6	1,4	4,8	3,0	2,7

	YE'04	YE'05	YE'06	YE'07E	YE'08E
Net Debt/Equity	49%	41%	121%	67%	53%
Net Debt/Total Capital	30%	26%	52%	38%	33%
Net Debt/Market Cap	14%	12%	67%	42%	37%

Ein gutes Unternehmen muss nicht zwangsläufig auch ein gutes Investment sein. Zur Beurteilung der Attraktivität einer Anleihe oder eines Unternehmens erfolgt die Relative Value- Analyse, welche Aufschluss darüber gibt, ob eine Investition interessant ist oder nicht.

Relative Value-Analyse

Im zweiten Schritt des Investmentprozesses betrachtet Lazard die relative Vorteilhaftigkeit von Emittenten bzw. Anleihen. Die Relative Value-Analyse kommt bei bereits emittierten Anleihen als auch bei Neuemissionen zum Tragen.

Für das Portfoliomanagement gibt es unterschiedliche Möglichkeiten, eine relative Betrachtungsweise eines Unternehmens/einer Anleihe anzustellen:

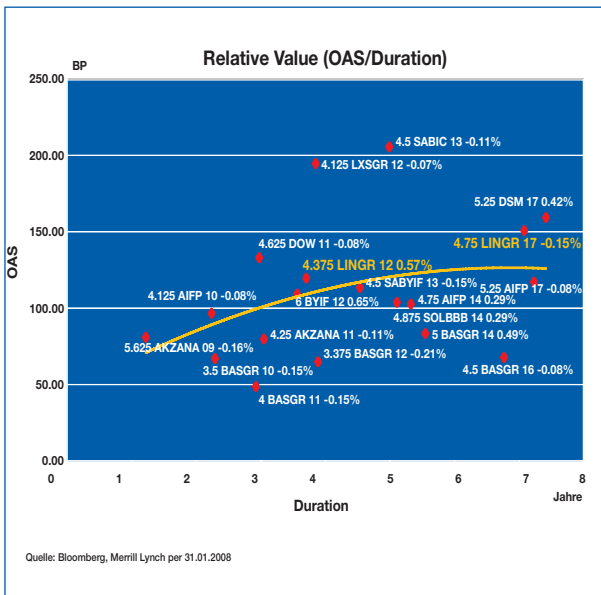
Es bietet sich die Betrachtung:

- ◆ gegenüber anderen Anleihen des Emittenten
- ◆ gegenüber dem Sektor (Peer Group-Vergleich),
- ◆ gegenüber anderen Sektoren,
- ◆ gegenüber einem Laufzeitenband oder
- ◆ der internen Risikoeinschätzung (LAM Credit Assessment) an.

Bei der Relative Value-Analyse fokussiert sich Lazard auf die Einzeltitelebene. Lazard hat hierzu ein Instrument entwickelt, dass basierend auf Marktdaten und der internen Risikobetrachtung den Portfoliomanager bei dieser Aufgabe unterstützt.

Welche ist die attraktivste Anleihe im Sektor? (vgl. Abb. 7)

Abbildung 7: Relative Value-Analyse



Bei der relativen Vorteilhaftigkeit eines Titels muss nicht zwingend der Titel mit dem höchsten Spread auch der attraktivste sein. Es können sich aus dem

Gesamtportfoliokontext auch scheinbar unattraktive Anleihen als ein gutes Investment erweisen, wenn diese im Kontext des Gesamtportfolios zur Risiko-diversifikation beitragen.

Nach der Auswahl der Einzeltitel erfolgt die Portfoliokonstruktion. Der Portfoliomanager entscheidet, welche Titel im Portfolio gegenüber der gegebenen Messgröße über-, unter- oder neutral gewichtet werden. Dazu werden die Ergebnisse aus der fundamentalen Kreditanalyse als auch die aus der relativen Vorteilhaftigkeit herangezogen.

Portfoliosteuerung

Das zusammengestellte Portfolio wird in einem externen System auf täglicher Basis überwacht. Dem Portfoliomanager stehen hierzu mehrere Betrachtungsmöglichkeiten zur Verfügung. Das Portfolio kann vom Einzeltitel bis hin zu einzelnen Sektoren in seiner Zusammenstellung betrachtet werden (vgl. Abb. 8).

Abbildung 8: Portfoliobeispiel

Breakouts by Issuer							
Category	Effective Duration (Jahre)	Government Spread (BP)	PV percent (%)	Positions (Anzahl)	Yield to Worst (%)	Z-Spread (BP)	
KONINKLIJKE KPN NV	P: 3.91	P: 302	P: 2.60	P: 2	P: 5.12	P: 252.93	
	B: 3.04	B: 268	B: 1.01	B: 4	B: 4.61	B: 225.69	
FRANCE TELEKOM SA	P: 4.54	P: 197	P: 4.85	P: 2	P: 4.05	P: 158.30	
	B: 2.75	B: 169	B: 2.24	B: 7	B: 3.66	B: 135.46	
VIVENDI UNIVERSAL SA	P: 3.92	P: 382	P: 2.00	P: 2	P: 5.98	P: 337.44	
	B: 3.04	P: 314	B: 0.67	B: 4	B: 5.52	B: 304.32	
DAIMLER AG	P: 1.97	P: 535	P: 5.67	P: 2	P: 7.07	P: 499.95	
	B: 2.17	B: 485	B: 3.06	B: 11	B: 6.79	B: 456.72	
NAT. GRID TRANSCO PLC	P: 2.84	P: 300	P: 3.11	P: 2	P: 4.71	P: 240.29	
	B: 3.27	B: 301	B: 0.73	B: 4	B: 4.95	B: 250.56	
VATTENFALL TREAS. AB	P: 3.91	P: 202	P: 1.54	P: 2	P: 4.15	P: 158.05	
	B: 2.82	B: 165	B: 0.38	B: 3	B: 3.89	B: 142.81	
CASINO GUICHARD PERRACH.	P: 3.09	P: 436	P: 2.07	P: 2	P: 6.23	P: 384.73	
	B: 2.54	B: 380	B: 0.71	B: 5	B: 5.74	B: 347.57	
IBERDROLA	P: 3.78	P: 236	P: 3.08	P: 2	P: 4.47	P: 192.03	
	B: 2.74	B: 198	B: 0.94	B: 4	B: 3.89	B: 161.18	
LIBOR	P: 0.03	P: --	P: 11.16	P: 1	P: 1.18	P: 0.00	
	B: --	B: --	B: --	B: --	B: --	B: --	
LINDE AG	P: 3.84	P: 230	P: 2.60	P: 1	P: 4.36	P: 179.53	
	B: 3.01	B: 458	B: 0.37	B: 3	B: 6.69	B: 432.91	
IMPERIAL TOBACCO FIN: PLC	P: 3.96	P: 500	P: 0.88	P: 1	P: 7.16	P: 454.46	
	B: 3.96	B: 500	B: 0.24	B: 1	B: 7.16	B: 454.46	

P= Portfolio /B= Benchmark; Quelle: UBS Delta, März 2009

Mit Hilfe der erstellten Berichte ist es dem Portfoliomanager möglich, zu überprüfen, wie das Portfolio gegenüber der gewählten Benchmark aufgestellt ist. Ungewollte Abweichungen können so effizient korrigiert werden, bzw. eine Neuausrichtung nach einem Strategiewechsel lässt sich so zeitnah kontrollieren.

Performancekontrolle

Im letzten Schritt des kontinuierlichen Investmentprozesses steht die Performancekontrolle. Diese wird auf täglicher Basis durchgeführt und gibt dem Portfoliomanager die Möglichkeit, zu eruieren, bei welchen Positionen das Portfolio Basispunkte gewonnen oder verloren hat.

Das uns intern zur Verfügung stehende System ermöglicht die Aufschlüsselung des absoluten als auch des relativen Performancebeitrages anhand von Änderungen der Zinsstrukturkurve, des Kreditspreads, der Titelselektion und der Auswirkung von Transaktionen (vgl. Abb. 9).

Anhand der gewonnen Informationen kann der Portfoliomanager verlustbringende Positionen reduzieren oder ganz abbauen und auf diese Weise das Portfolio neu optimieren.

Fragen wie:

- ◆ Ist das Portfolio richtig positioniert?
- ◆ Ist die Einschätzung der Kreditqualität richtig oder muss das Unternehmen neu bewertet werden?
- ◆ Hat Lazard die richtige Anleihe des Emittenten für das Portfolio ausgewählt?

werden in diesem Zusammenhang geklärt werden müssen.

Selbst bei einer positiven Performance gegenüber der gegebenen Messgröße muss sich der Portfoliomanager fragen, ob nicht Positionen abgebaut werden sollten, um die Gewinne zu realisieren und den erzielten Gewinn in jetzt attraktivere Anleihen zu investieren.

Abbildung 9: Attributionsanalyse

Contributions-Relative

Category	Total	Int. Rates	Spread	Trade	Carry
Total	58.34	-3.36	67.65	0.25	-6.07
FRANCE TELECOM SA	7.03	2.49	3.42	0.00	1.12
CASINO GUICHARD PERRACH. SA	6.69	1.15	4.62	0.00	0.92
KONINKLIJKE KPN INV	6.54	1.58	4.08	0.00	0.88
DEUTSCHE TELEKOM AG	6.12	1.54	3.69	0.00	0.90
NATIONAL GRID TRANSCO PLC	5.06	1.50	2.49	0.00	1.06
TELECOM ITALIA SPA	4.22	0.75	2.90	0.00	0.58
IBERDROLA	4.21	0.91	2.34	0.27	0.69
CITIGROUP INC	4.17	-0.43	5.02	0.00	-0.42
VIVENDI UNIVERSAL SA	3.83	1.35	1.62	0.00	0.86
BNP PARIBAS	3.74	0.20	3.63	0.00	-0.08
VOLVO AB	-1.44	-0.14	2.36	-3.94	0.28
GDF SUEZ	-1.67	-0.91	-0.37	0.00	-0.40
SCHNEIDER ELECTRIC SA	-1.76	-0.14	-1.19	-0.58	0.15
FIAT SPA	-1.98	-0.48	-0.30	0.00	-1.19
XSTRATA CAPITAL CORP	-2.09	-0.14	-1.63	0.00	-0.31
GLENCORE INTERNATIONAL AG	-2.81	-0.17	-2.30	0.00	-0.33
LLOYDS TSB GROUP PLC	-2.92	0.47	-3.64	0.00	0.25
VOLKSWAGEN AG	-7.34	2.50	-11.08	0.00	1.24

Quelle: UBS Delta, Februar 2009

Ausblick 2009

Wir gehen davon aus, dass auch in den kommenden Jahren der Korrelation der Kreditmärkte mit den Aktienmärkten eine entscheidende Bedeutung zukommen wird. Die Bewegung der Kreditmärkte im vergangenen Jahr ist, gemessen am prozentualen Anstieg der Risikoprämien, negativer ausgefallen, als das, was wir auf der Aktienseite gesehen haben. Im 4. Quartal 2008 waren die Kursveränderungen erratisch und bei vielen Unternehmen nicht mehr mit der Kreditqualität zu erklären. Diese Überreaktion der Kreditmärkte ist letztendlich auch ursächlich für die positive Entwicklung bei den Unternehmensanleihen seit Beginn 2009. Die Credit Spreads waren und sind nach wie vor im Verhältnis zum Kreditrisiko vieler Unternehmen zu hoch.

Nichtsdestotrotz glauben wir noch nicht, dass 2009 das Jahr für signifikante Spread-Einengungen sein wird. Zu bedrückend sind die volkswirtschaftlichen Daten und die Nachrichten aus dem Finanzsektor. Allerdings sind wir der Überzeugung, dass die Spreads den positiven Trend der ersten Monate des laufenden Jahres fortsetzen werden und sich auf den aktuellen Niveaus stabilisieren.

Dies gibt zumindest die Chance, über die laufenden Renditen der Unternehmensanleihen in 2009 auf eine auskömmliche Rendite zu kommen. Wir glauben, dass sich momentan die Position der „Bondholder“ erheblich verbessert. Cash Flows werden von der Eigenkapitalseite zur Fremdkapitalseite umgeleitet. Das beste Beispiel aus der jüngeren Vergangenheit war die Anleihe der BMW AG, die am Ende des vergangenen Jahres mit einem Kupon von 8,75% begeben wurde. Eine Rendite von fast 9% hätte der Markt vor 18 Monaten mit einem Investment in die BMW-Aktie in Verbindung gebracht.

Zurzeit werden die liquiden Mittel für die Aufrechterhaltung des Geschäftsbetriebs und die Bedienung der Fremdkapitalgeber benötigt. Insofern verschieben sich momentan die Gewichte zugunsten der „Bondholder“. Letzteres bedeutet jedoch, dass die Situation für Aktien in diesem Jahr anhaltend schwierig bleibt. Die Dividendenkürzungen der jüngeren Vergangenheit unterstreichen dies.

Positiv für Unternehmensanleihen ist, dass sich die Investorengruppe in den letzten Monaten deutlich verändert hat. Käufer der Neuemissionen sind nicht länger Hedge Fonds, mit einem Anlagehorizont von 10 Tagen, sondern eher langfristige Investoren, die die hohen Rendite bei Unternehmensanleihen, als „Buy and Hold“- Investment für sich zu nutzen wissen.

Die Einengung der Spreads wird unserer Ansicht nach jedoch eher ein Thema für 2010 sein. Erst wenn die Ausfallraten die Spitze erreicht haben und sich die volkswirtschaftliche Entwicklung stabilisiert, werden sich die Kapitalmärkte wieder freundlicher präsentieren.

Bei Investments in Unternehmensanleihen wird es in diesem Jahr wichtig sein, die damit einhergehenden Risiken professionell zu managen. Wir sind der Auffassung, dass man durch eine Konzentration bei kurzlaufenden Anleihen, eine ausreichende Diversifikation, sowie einem stringenten Investmentprozess, die mit einer globalen Rezession einhergehenden Volatilitäten und Ausfallrisiken minimieren und attraktive Renditen erzielen kann.

Literaturverzeichnis

¹ M.E. Porter: Competitive Strategy: Technique for analyzing industries and competitors, New York Free Press, 1980

Weitere Lazard Publikationen

Standpunkt Juli 2007

„Die Situation der Sparkassen in Deutschland und deren Rolle am Kapitalmarkt“

Hintergrund August 2007

„Investieren in Infrastruktur – Lazard Global Listed Infrastructure“

Investment Perspektive IV/2007

„Wasserinvestments – die wahren Blue Chips“

Hintergrund Oktober 2007

„Credit Default Swaps – Waffen und Pflugscharen“

Hintergrund November 2007

„Rückblick auf das Investment-Forum November 2007“

Hintergrund Januar 2008

„Private Equity – quo vadis?“

Hintergrund März 2008

„Der Charme des Absoluten – Lazard Euroland Equity Absolute Return“

Standpunkt Juni 2008

Das Jahrzehnt der Kapitalmarktblasen – Zwischen “Stairway to Heaven” und “Highway to Hell”

Hintergrund Juli 2008

„Globalisierung 2.0 – Warum man auch am Rentenmarkt global denken sollte“

Standpunkt August 2008

„Investments in die lokalen Geldmärkte der Emerging Markets – Lazard Emerging Income“

Hintergrund November 2008

„Rückblick auf das Investment-Forum November 2008“

Standpunkt März 2009

„Nach dem Platzen der Großen Schuldenblase – Ein erster Versuch, etwas dazu zu lernen“

Diese und weitere Publikationen stehen Ihnen als kostenloser Download auf unserer Homepage zur Verfügung:

<http://www.lazardnet.com/wissen>

Verfasser: Holger Mertens
Tel.: 069 / 50606 - 233

Holger Keil
Tel.: 069 / 50606 - 138

Editor: Werner Krämer
Tel.: 069 / 50606 - 140



Lazard Asset Management
(Deutschland) GmbH

www.lazardnet.de

Alte Mainzer Gasse 37
60311 Frankfurt
Tel.: 069 - 50 60 6 - 0
Fax: 069 - 50 60 6 - 100

Neuer Wall 9
20354 Hamburg
Tel.: 040 - 35 72 90 - 20
Fax: 040 - 35 72 90 - 29