

„Nicht alle Staatsanleihen sind homogen“

Marc Profitlich, Berater des im Januar aufgelegten ProfitlichSchmidlin Fonds UI, studiert intensiv die Prospektbedingungen von Anleihen. Sie sind für ihn eine deutlich bessere Informationsquelle als die Bonitätsnoten der Ratingagenturen

Euro fondsxpresse: Herr Profitlich, Sie haben zusammen mit Nicolas Schmidlin im Jahr 2009 den Investmentklub Long-Term Investments Profitlich & Schmidlin gegründet. Was hat Sie dazu bewogen, diese Anlagestrategie in einem Fonds umzusetzen?

Marc Profitlich: Mein Partner und ich haben schon sehr früh begonnen, uns mit dem Thema Geldanlage, insbesondere mit Aktien und Anleihen, auseinanderzusetzen. Nach fünf Jahren Investmentklub war es an der Zeit, den nächsten Schritt zu wagen. Wir hatten dabei das Glück, an Förderer zu geraten, die uns auf unserem Weg, die Profitlich-Schmidlin AG und schließlich den Fonds zu gründen, begleitet haben.

Mischfonds gibt es aber bereits viele. Was macht Ihren besonders?

Der Fonds genießt einen Flexibilitätsrahmen, der größer ist als bei anderen Konzepten dieser Art. Zum einen unterliegen wir nicht institutionellen Grenzen wie etwa der Beschränkung auf gewisse Ratingklassen bei Anleihen. Zudem können wir die Asset Allokation flexibel zwischen null und 100 Prozent steuern. Diese Flexibilität ist für unseren Investmentansatz essenziell.

Warum?

Wir investieren in allen Anlageklassen bottom-up-getrieben. Das heißt, die individuellen Werttreiber der Investitionen und nicht die Sektor- oder volkswirtschaftlichen Risiken stehen im Mittelpunkt. Bei Investitionen in Anleihen müssen wir die Prospekte und rechtlichen Hintergründe verstehen. Bei Aktien geht es darum, die Geschäftsentwicklungen und die Werttreiber von Unternehmen zu identifizieren. Letztendlich spielt der Preis eine entscheidende Rolle, denn nur wenn eine ausreichende Sicherheitsmarge gegeben ist, investieren wir.

Im Bondsegment spielt der Fonds unter anderem das Thema Staatsanleihen Restrukturierungen. Was ist darunter zu verstehen?

Wir investieren in Staatsanleihen und staatsgarantierte Anleihen, die besondere Prospektbedingungen aufweisen. Diese analysieren wir sehr intensiv. Das ist zwar aufwendig, aber unerlässlich, um interessante Situationen aufzuspüren. Insbesondere interessiert uns, nach welchem Recht eine Anleihe begeben wurde. Die Zahlungsfähigkeit des Emittenten steht erst an zweiter Stelle. Diese ist, insbesondere in Fällen wie Griechenland, ohnehin eher eine politische Entscheidung als eine Frage der volkswirtschaftlichen Leistungsfähigkeit. Neben tatsächlichen Restrukturierungen investieren wir auch in Staatsanleihen, deren besonders sichere Bedingungen vom Kapitalmarkt noch nicht ausreichend gepreist werden.

Was übersehen die Investoren?

Staatsanleihen werden von den Kapitalmarktteilnehmern oft als homogen wahrgenommen. Das ist aber nicht immer der Fall. So haben einige Anleihen Griechenlands, die nach ausländischem Recht aufgelegt worden waren, während der Restrukturierung 2012 keinen Schuldenschnitt erfahren und wurden teilweise bereits vollständig zurückgezahlt. Wir halten aktuell noch einige dieser sogenannten Holdout-Bonds und können damit attraktive Rendite erzielen.

Anleihen, die nach ausländischem Recht begeben werden, können nicht von den emittierenden Regierungen einseitig verändert werden?



Quelle: Profitlich/Schmidlin

Im Profil

Marc Profitlich ist Vorstand und Mitgründer der ProfitlichSchmidlin AG und Berater des ProfitlichSchmidlin Fonds UI. Zwischen Februar 2009 und Dezember 2013 war er Geschäftsführer und Mitglied des Anlageausschusses des Investmentklubs Long-Term Investments Profitlich & Schmidlin GbR (Lips). Profitlich studierte Wirtschaftsrecht an der EBS Business School in Oestrich Winkel und erwarb einen Master in Management an der Universität Mannheim.

Richtig. Wir hielten beziehungsweise halten Griechenland-Anleihen, die dem Schweizer und dem italienischen Recht unterliegen. Letztere sind ein wahrer Exot, da der Prospekt keine Collective Action Clauses enthält. Ohne diese Mehrheitsklauseln müsste jeder einzelne Anleihehalter seine Zustimmung geben, um beispielsweise einen Schuldenschnitt herbeizuführen. Dadurch ist die Anleihe prospektrechtlich als sehr sicher einzustufen.

Achten Investoren zu wenig auf die in den Anleiheprospekten aufgeführten Bedingungen?

Ja, die Neuemission Griechenlands im April 2014 hat dies erneut bestätigt. Die Prospektbedingungen dieser Anleihe sind substanzial schlechter als die Bedingungen jener Anleihen, die aus dem Schuldenschnitt Griechenlands im Jahr 2012 hervorgegangen sind. Trotzdem hat sich der Kapitalmarkt um die Anleihe gerissen.

Sollte Athen den Schuldendienst auf diese Anleihe einstellen, hätten die Gläubiger keine Möglichkeit, rechtlich dagegen vorzugehen?

Die Anleihe ist zwar ebenfalls nach ausländischem Recht aufgelegt, jedoch enthält der Prospekt aus unserer Sicht eine Klausel, die es erlaubt, auch nachträglich griechisches Recht zur Anwendung zu bringen. Zudem wurden entscheidende Gläubigerschutzklauseln wie die Negativverpflichtung einfach weggelassen. Sollte es zu einem weiteren Schuldenschnitt kommen, steht diese Anleihe besonders schlecht da. Die Kurse spiegeln dies aber nicht wider.

Reichen die Einschätzungen von Ratingagenturen nicht aus, um die Risiken einer Anleihe zu bestimmen?

Definitiv nein. Zum einen unterscheiden Ratingagenturen in der Regel nicht zwischen unterschiedlichen Prospektbedingungen. Zum anderen wird das Risiko eines jeden Investments in erster Linie von seinem Preis bestimmt. Platt gesprochen, kaufen wir lieber eine im Default befindliche Anleihe mit entsprechend niedrigem Kurs als eine „AAA“-Anleihe mit einer geringen Restrendite – der Preis einer Anleihe entscheidet über das Risiko, nicht das Rating.

Welche Unternehmensanleihen sind für Sie interessant?

Wir versuchen, immer das Zinsänderungsrisiko zu begrenzen, denn die Prognose derartiger Entwicklungen gehört nicht zu unserem Kompetenzbereich. Im Bereich der Unternehmensanleihen schauen wir uns zurzeit insbesondere vorrangig besicherte Anleihen an, die durch einen hohen Kupon und bestimmte Prospektbedingungen einen hohen Kündigungsanreiz für den Emittenten aufweisen.

Warum sind Hybridanleihen von Banken für den Fonds attraktiv?

Der Bereich Nachranganleihen erlebt aktuell einen wahren Boom, weshalb wir dem Segment eher skeptisch gegenüberstehen. Das Chance-Risiko-Verhältnis vieler jüngst emittierter CoCo-Bonds ist aus unserer Sicht nicht gerade attraktiv. Aber der Bereich bietet auch heute noch die eine oder andere Chance. Besonders attraktiv ist dieses Segment, da gleich drei komplexe Bereiche analysiert werden müssen: die prospektrechtliche Ausgestaltung, regulatorische Faktoren und das politische Umfeld. Bestimmte Anleihen weisen beispielsweise eine nominell unendliche Laufzeit auf, werden aber aufgrund von regulatorischen Änderungen bereits vorzeitig zurückgezahlt, wovon der Investor profitieren kann.

Interview: Jörg Billina