

UND DANN KAM „OHL“ !!! Mit diesen Worten leiteten wir bereits den Kommentar per 30.09.2018 ein. Beide Anleihepositionen wurden in den letzten Tagen veräußert, was zu einem Kursrückgang im Sondervermögen führte!

Was ist passiert?

Wie im letzten Kommentar bereits erläutert, handelt es sich bei der „OHL“ um ein spanisches Infrastrukturbauunternehmen – Obrascon Huarte Lain S.A., welches Ende letzten Jahres in die Aufmerksamkeit des Fondsmanagements rückte, da das Geschäftsmodell überarbeitet und Teile des Anlagevermögens veräußert wurden, was sowohl die Bilanzqualität als auch den Ausblick positiv beeinflussten. Anfang 2018 wurde eine kleine Anfangsposition in der Obrascon Huarte Lain S.A. EO-Notes 2014(18/22) aufgebaut. Nachdem am 16. Mai auf dem Capital Markets Day die aktuellen Zahlen des Jahresabschlusses 2017 veröffentlicht wurden, wurde die Position zu einer 2% Position ausgebaut und eine weitere Anleihe mit einer 23er Laufzeit hinzugekauft. Zu diesem Zeitpunkt wurde die Net-Cash-Position, unter Berücksichtigung der Anleihen, mit +1,048 Mrd. € beziffert sowie ein weiteres Potential im Rahmen einer „Reserve Value“ mit 580 Mio. € benannt, was für weitere Desinvestments (Verkauf von bestehenden Anlagen, Infrastrukturprojekten etc.) zur Verfügung steht. Für das Fondsmanagement eine klare Kaufentscheidung am unteren Rand der Ratingbewertung mit Aussicht, dass das dynamische Rating sich mittelfristig verbessert, sobald die Änderungen am Geschäftsmodell auch in den Bilanzzahlen greifen.

Auf dem Capital Markets Day wurde aber auch beschlossen, dass im Rahmen der Unternehmensausrichtung eine Neubewertung der bestehenden Projekte erfolgt. Ende September wurden die HJ-Zahlen veröffentlicht. Die Netto-Cash-Position wurde auf 559 Mio. € beziffert zzgl. der „Reserve Value“ von 580 Mio. €. Das von uns beobachtete Bloomberg-Rating hat hier bereits eine Verschlechterung der Bewertung des Emittenten angezeigt. Im Rahmen des aktiven Bondpickings und der detaillierten Unternehmensanalyse und den Gesprächen mit zahlreichen Analysten hat sich das Fondsmanagement zu diesem Zeitpunkt entschieden, an beiden Positionen (insgesamt ca. 3,5% des Sondervermögens) festzuhalten. Eine Korrektur der Bewertung der Anleihen schien bereits erfolgt, das Aufholpotential wurde als hoch eingestuft. Der Ausblick auf das laufende Geschäft wurde durch das Management als positiv bewertet. Am 24.10. gab OHL bekannt, das Investmenthaus Lazard Asset Management beauftragt zu haben, einen weiteren aktiven Desinvestmentplan zu erstellen und zu prüfen, ob eine Kooperation oder auch ein Zusammenschluss mit einem anderen europäischen Wettbewerber sinnvoll erscheint. An dieser Stelle hat sich das Fondsmanagement über die negative Entwicklung des Bloomberg-Ratings des Emittenten insoweit hinweggesetzt, dass es sinnvoll erschien, die Veröffentlichung der Unternehmenszahlen Mitte November abzuwarten und dann ggf. über den Verkauf der Anleihen zu entscheiden, zumal der Markt auf die Nachricht, Lazard einzuschalten, positiv reagierte.

Die Zahlen wurden am 14.11.2018 veröffentlicht! (siehe auch roter Pfeil in Abb. 1). Es wurden im 3. Quartal erhebliche Abschreibungen und Neubewertungen von bestehenden Aufträgen vorgenommen, was zu einem Verlust von -1,355 Mrd.€ führte. Die Net-Cash-Position schmolz auf +295 Mio.€. Das Ergebnis lässt viel Spielraum zur Spekulation, wie ein Unternehmen, welches durch einen führenden internationalen Wirtschaftsprüfer der Deloitte in den vergangenen drei Jahren ihr Testat erhielt, Abschreiben und Neubewertungen von bilanzierten Anlagen und Aufträgen in dieser Höhe vornehmen musste!

Die veröffentlichten Zahlen führten zu einem erheblichen Vertrauensverlust in das Management als auch in die Gesellschaft - der Aktienkurs des Unternehmens brach allein im November um über 40% ein. Das Vertrauen auch in die Rückzahlung der Anleihen mit Laufzeiten von 2022 und 2023 sank ebenfalls deutlich, so dass es auch zu einer massiven Korrektur der verzinslichen Anlagen kam. Die Kursentwicklung beider Anleihen sehen Sie in der folgenden Abb. unter Einzeichnung der Kauf- und Verkaufszeitpunkte.

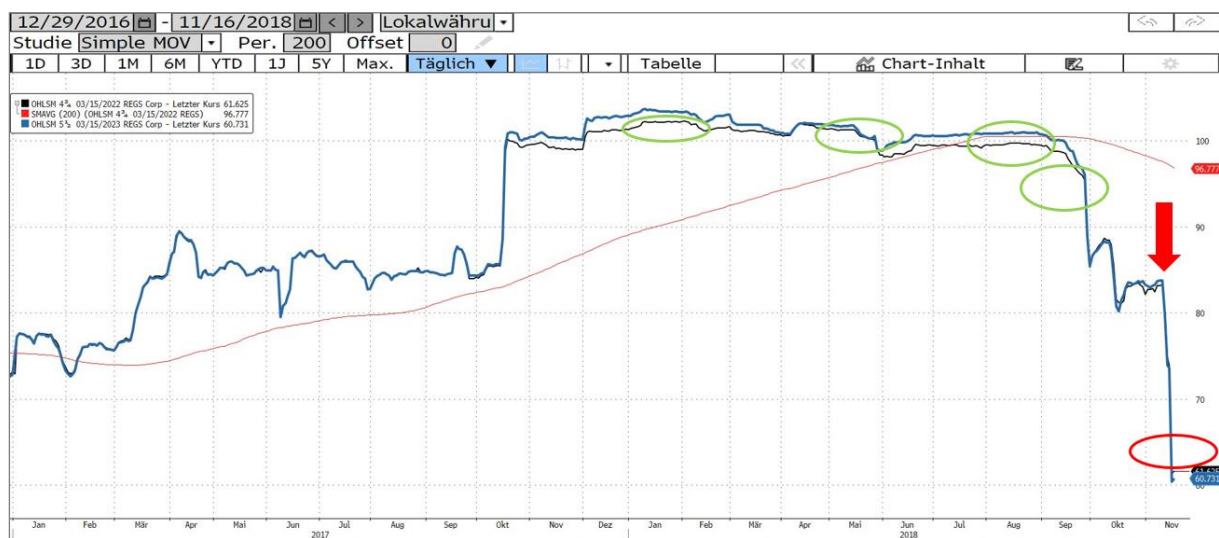


Abb.1: Entwicklung der 4,75% Obrascon Huarte Lain SA 03/22 (XS1043961439) und 5,5% Obrascon Huarte Lain SA 03/23 (XS1206510569) im Zeitraum 29.12.2016 bis 16.11.2018 unter Einzeichnung der ca. Kauf-Termine der Anleihen grün gekennzeichnet und der Verkaufszeitpunkte in rot gekennzeichnet; Quelle: Bloomberg L.P.; eig. Darstellung;

Das Fondsmanagement hat beide Positionen unter Hinnahme massiver Verluste für das Sondervermögen in den letzten Tagen veräußert. Bloomberg beziffert mittlerweile die Ausfallwahrscheinlichkeit des Emittenten auf Sicht der nächsten 12-Monate mit 9,3% (HY6).

Die geschlossenen Positionen beider Anleihen belasten das Ergebnis des ASSETS Defensive Opportunities UI im laufenden Jahr massiv. **Das Fondsmanagement beziffert den Verlust für das Sondervermögen durch beide Positionen mit insgesamt -1,65%, welches im Zeitraum der Käufe von Anfang 2018 bis zur Veräußerung zu verbuchen ist. Mit der Bewertung vom 15.11.2018 sind beide Anleihe-Positionen verkauft.** In der Abb. 2 sehen Sie die Entwicklung des Sondervermögens zu den Vergleichsindizes im Zeitraum 29.12.2017 bis 15.11.2018.



Abb.2: ASSETS Defensive Opportunities UI (A) zum Markt iBoxx EUR FRN IG 1-3 Jahre Index (Unternehmensanleihen Investmentgrade Bereich 1-3 Jahre) und Markt iBoxx EUR High Yield Liquid 1-3 Jahre Index (Unternehmensanleihen Hochzins 1-3 Jahre) im Zeitraum 29.12.2017 bis 14.11.2018; Quelle: Bloomberg L.P.;

Der ASSETS Defensive Opportunities UI verfolgt ein durchschnittliches Investmentgrade Rating oder vergleichbar, dies wurde stets eingehalten. Die aktuelle Verteilung des Emittenten-Ratings (Quelle: Bloomberg L.P.) sehen Sie in der folgenden Abbildung. Bloomberg bewertet die Ausfallwahrscheinlichkeit der Emittenten auf Sicht der nächsten 12-Monate. Das Portfolio des Sondervermögens weist demnach ein IG6 aus. In Anlehnung an die S&P Systematik entspricht dies einem A-Rating.

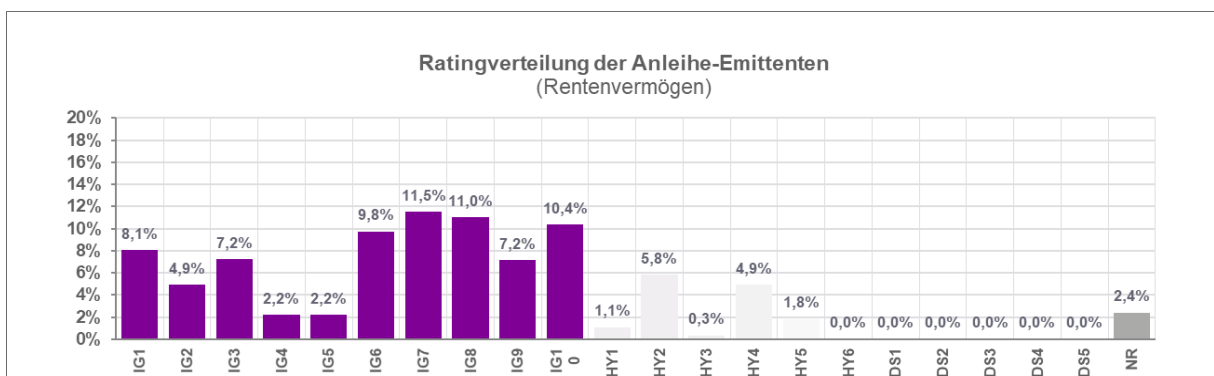


Abb.3: Ratingverteilung der Anleihe-Emittenten, d.h. die Bewertung durch Bloomberg L.P. wie hoch die Ausfallwahrscheinlichkeit der Emittenten auf Sicht der nächsten 12-Monate bewertet wird. Ein IG1 Rating bedeutet eine Ausfallwahrscheinlichkeit von 0,0000% bis 0,0020% während die Ausfallwahrscheinlichkeit eines Emittenten mit einem IG10 Rating von 0,3000% bis 0,5200% beziffert wird.; Quelle: Universal-Investment-Gesellschaft mbH; Bloomberg L.P.; eig. Berechnungen; eig. Darstellung; Stand 15.11.18/ 16.11.18;

Aktives Bondpicking ist das „Erfolgsrezept“ des ASSETS Defensive Opportunities UI. Hier ist das Fondsmanagement auf die Qualität von Unterlagen und Aussagen des Managements angewiesen. Das Management von OHL hat seine Investoren belogen. Leider können wir uns

gegen diese Geschäftsgebaren nicht wehren. Auch andere namhafte Investoren – wie DNCA Finance, BlackRock, Jupiter Investments oder der „Altmeister Rentenspezialist“ Muzinich & Co. aus New York stehen auf der Investorenliste von OHL. Wir dürfen gespannt sein, ob sich das Management oder der Wirtschaftsprüfer hier verantworten muss. Wir verantworten unsere Entscheidungen vor unseren Investoren und Interessenten.

Ausblick

Nach Verkauf beider OHL-Bondpositionen stellt sich die durchschnittliche Rendite des Fondsvermögens auf 3,14% abzüglich 0,41% Kosten für Devisenabsicherungen. Die interne durchschnittliche Duration beträgt 1,06 Jahre.

Diese beiden Kennzahlen zeigen, welches Aufholpotential die aktuelle Fondsstruktur bietet, nicht nur den entstandenen Verlust innerhalb der nächsten neun bis 12 Monaten wieder aufzuholen, sondern wie in der Vergangenheit gezeigt, eine attraktive Rendite zu erwirtschaften.

Persönliche Anmerkung des Fondsmanagements

Wie Sie es als Investor und Interessent von uns kennen, stehen wir für absolute Transparenz und Offenheit in unserer Kommunikation. Dies ist aus unserer Sicht eine Selbstverständlichkeit, um Ihr Vertrauen in unsere Arbeit zu rechtfertigen. Es ist uns sehr wichtig, über die aktuelle Situation detailliert, offen und ehrlich zu informieren. Leider gilt der Grundsatz der Ehrlichkeit, nicht für das Management und die Wirtschaftsprüfer der OHL!!

Wir bedanken uns für das uns entgegengebrachte Vertrauen und hoffen sehr, dass Sie auch zukünftig ein hohes Maß an Vertrauen in unsere Arbeit und damit auch in den ASSETS Defensive Opportunities UI haben werden.

Selbstverständlich stehen wir persönlich für Fragen telefonisch zur Verfügung.

Disclaimer

Angebotsbeschränkung/Ohne Gewähr

Die LANGE ASSETS & CONSULTING GmbH hat die vorliegenden Informationen unter größter Sorgfalt zusammengestellt und bezieht sich auf Informationsquellen, die für glaubwürdig gehalten werden, übernimmt aber für die Korrektheit, Vollständigkeit und Aktualität der enthaltenen Informationen keine Gewähr. Die Präsentation hat Informationscharakter und begründet weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zur Tätigung sonstiger Transaktionen.

Anlageentscheidungen sollten nur auf der Grundlage der aktuellen Verkaufsunterlagen (Verkaufsprospekt, Wesentliche Anlegerinformationen, Jahres- und Halbjahresbericht) getroffen werden, die auch die allein maßgeblichen Anlagebedingungen enthalten. Die Verkaufsunterlagen werden bei der Verwahrstelle und den Vertriebspartnern zur kostenlosen Ausgabe bereitgehalten. Die Verkaufsunterlagen sind zudem erhältlich im Internet unter: www.universal-investment.com

Warnung vor Risiken

Bitte beachten Sie, dass sich der Wert einer Investition steigend wie auch fallend verändern kann. Anlagen mit hoher Volatilität können hohen Kursschwankungen ausgesetzt sein. Anlagen in Fremdwährungen unterliegen zusätzlich Währungs-schwankungen. Diese Schwankungen können die Höhe des angelegten Betrages ausmachen oder diesen sogar übersteigen. Die Erhaltung des investierten Kapitals kann somit nicht garantiert werden.

Auch Fonds unterliegen dem allgemeinen Marktrisiko. Die zukünftige Performance von Investitionen kann nicht aus der vergangenen Kursentwicklung abgeleitet werden. Der Wert eines Fondsvermögens und damit der Wert eines jeden Anteils kann gegenüber dem Ausgabepreis ebenfalls steigen oder fallen. Dies kann zur Folge haben, dass der Anleger zum Zeitpunkt des Verkaufs seiner Anteile unter Umständen sein investiertes Kapital nicht vollständig zurückerhält. Die Wertentwicklung von Fonds wird vor allem von der Entwicklung auf den nationalen und internationalen Immobilien-, Renten- und Aktienmärkten beeinflusst. Alleinige Grundlage für den Anteilserwerb sind die Verkaufsunterlagen zum Fondsvermögen, diese können jeweils bei den einzelnen Kapitalverwaltungsgesellschaften oder den Verwahrstellen bezogen werden. Es wird darauf hingewiesen, dass der Vertrieb einiger Fonds nicht in allen Ländern der Welt zugelassen ist.

Urheberrechte

Die vollständige oder teilweise Reproduktion, die elektronische oder mit anderen Mitteln erfolgte Übermittlung, die Modifikation oder die Benutzung für öffentliche oder kommerzielle Zwecke ist ohne vorherige schriftliche Zustimmung der LANGE ASSETS & CONSULTING GmbH unzulässig und strafbar, soweit sich aus dem Urheberrechtsgesetz nichts anderes ergibt.

Verwaltungsgesellschaft



Fondsberatung

LANGE ASSETS & CONSULTING
MANAGING FINANCIAL OPPORTUNITIES

Glossar

Cross Over Bonds: „Cross Over Bonds“ sind Unternehmensanleihen von Schuldern der Bonität BBB/ BB, die sich zwischen Investment Grade und Non-Investment Grade befinden. Ein Sprung in den Non-Investment-Grade-Bereich kann zu erhöhten Risikoaufschlägen in den vom Schuldner zu zahlenden Zinsen führen.

Duration: Die Duration beschreibt die durchschnittliche Kapitalbindungsdauer der Geldanlage im Fondsvermögen unter Berücksichtigung aller über die Restlaufzeit anfallender Zahlungen. Indirekt beschreibt damit die Duration, wie Zinsänderungen den Preis einer Anleihe bzw. den eines Anleihe-Portfolios beeinflussen.

Effektive Duration: Mit der Effektiven Duration wird auch der Einfluss von wertpapierspezifischen Besonderheiten auf die Zins-sensitivität des Anleihepreises berücksichtigt. So haben in Anleihen integrierte Call- oder Put-Optionen, abhängig von der Struktur der Zinskurve, in vielen Fällen einen laufzeitverkürzenden und somit durationsverringern den Effekt. Die Effektive Duration ist die präziseste Kennzahl, um Wertveränderungen infolge von Änderungen der Zinsstrukturkurve zu prognostizieren.

High Yield Anleihen (Hochzinsanleihen) - festverzinsliche Wertpapiere schlechterer Kreditqualität. Sie werden von Ratingagenturen i.d.R. als BB+ oder schlechter eingestuft. Sie bieten höhere Renditen (engl. yield) als Bonds (Anleihen) mit besseren Ratings, beinhalten allerdings auch höhere Risiken.

Investment Grade: Angabe über das Rating der Bonität eines Schuldners, bei Investment Grade spricht man von AAA bis BBB Schuldern, das bedeutet zuverlässige und stabile Schuldner mit höchster Qualität (bspw. Bundesrepublik Deutschland) bis Schuldern mittlerer Güte, die momentan zufriedenstellend agieren.

Modified Duration: Die Duration ist eine Sensitivitätskennzahl und gibt den gewichteten Mittelwert in Zeitpunkten der Kapitalzuflüsse an. Die Modifikation setzt den Zeitpunkt in Relation zur Veränderung des Marktzinsänderungsrisikos und gibt an, wie stark sich der Gesamtertrag bei der Wiederanlage der Kapitalzuflüsse ändert, wenn sich der Zinssatz am Markt verändert.

OAS (Optional adjusted Spread): Dieser zeigt den bonitätsgeschuldeten Credit Spread einer Anleihe gegenüber ihrer Benchmarkanleihe, ausgewiesen in Basispunkten. Anleihen mit Call- oder Put-Optionen handeln zu Preisen, die den Wert der eingebetteten Option berücksichtigen und weisen demzufolge auch andere Renditen und Renditespreads aus als dieselben Anleihen ohne Optionen. Die Risikoprämie ist also verzerrt und nicht mehr aussagekräftig genug für eine präzise Portfoliosteuerung. Mittels des stochastischen OAS-Verfahrens werden die Optionspreise aus der Anleihe herausgerechnet und die tatsächlichen Risikoaufschläge sichtbar gemacht. Dies gewährleistet eine aussagekräftige Kennzahl auch auf Portfolioebene.

Rating: Einschätzung der Kreditwürdigkeit eines Schuldners. Je besser das Rating, desto höher ist die Kreditwürdigkeit und desto niedriger ist der zu zahlende Zins des Schuldners. International wird ein Großteil der Ratings durch die Agenturen Moody's, Standard & Poor's sowie Fitch vorgenommen. Die Bestnote ist das sogenannte „Triple A“ (AAA).

Senior Secured Bonds sind Anleihen im ersten Rang, die durch Vermögenswerte des Schuldners besichert sind. Dieses Pfand (z.B. Aktien von Tochtergesellschaften, Immobilien etc.) wird im Konkursfall veräußert, um die Forderungen der Anleiheinvestoren zu begleichen. In der Rangordnung stehen Senior Secured Bonds noch höher als Senior-Unsecured-Bonds (erstrangige Forderungen ohne Besicherung). Die Besicherung kommt jedoch nur im Konkursfall zum Zuge.

Sharpe-Ratio: Die Sharpe Ratio berücksichtigt neben der Wertentwicklung auch die Schwankungsbreite (Volatilität) eines Fondspreises und setzt beide Größen ins Verhältnis. Sie gibt also an, wieviel Rendite ein Fonds pro Risikoeinheit bietet. Je höher die Sharpe Ratio, desto mehr entschädigt der Fonds für das eingegangene Risiko.

Spreadduration: Die Spread Duration ist ein Maß für die Sensitivität des Anleihepreises auf eine marginale Änderung der Renditeaufschläge (Credit Spreads). Sie zeigt die prozentuale Änderung des Preises bei einer Änderung der Renditeaufschläge (Credit Spreads) von 1 Prozent.

Impressum

LANGE ASSETS & CONSULTING GmbH

Alsterarkaden 20 | 20354 Hamburg
Deutschland

Tel: +49 (40) 530 213920
E-Mail: info@lange-assets.de
Web: www.lange-assets.de

Sitz der Gesellschaft: Hamburg
Amtsgericht: Hamburg HRB 95929
Geschäftsführer: Thomas Lange
Bafin ID: 119760
USt-IdNr: DE814984798