

Zeitschrift für das gesamte
REDITWESEN

76. Jahrgang · 1. Februar 2023

3-2023

**Digitaler
Sonderdruck**

Pflichtblatt der Frankfurter Wertpapierbörse
Fritz Knapp Verlag · ISSN 0341-4019



**CDS, High-Yield-Anleihen und prognosefreie
Ermittlung von Chance-Risiko-Profilen**

Rui Soares

Rui Soares

CDS, High-Yield-Anleihen und prognosefreie Ermittlung von Chance-Risiko-Profilen

Niels Bohr, der legendäre dänische Physik-Nobelpreisträger, hat es früh erkannt: „Prognosen zu machen ist sehr schwierig, insbesondere über die Zukunft.“ Wir Menschen lieben es jedoch, Prognosen zu machen. Viele Finanzprofis sehen es sogar als ihre Aufgabe, es zu tun. Schade nur, dass Menschen hoffnungslos untalentiert darin sind und die Prognosequalität typischerweise zwischen schlecht und sehr schlecht pendelt.

Finanzprofis haben allerdings einen Vorteil gegenüber der Allgemeinheit beziehungsweise anderen Berufsdomänen: Wertpapiere werden täglich gehandelt und gepreist. Dies ermöglicht es zu ermitteln, welche zukünftigen Entwicklungen bereits in den Kursen eingepreist sind. Damit lässt sich abschätzen, inwiefern ein Investment ein attraktives Chance-Risiko-Profil aufweist – ohne präzise Prognosen über die Zukunft machen zu müssen.

Deutlich höheres Maß an Kalkulierbarkeit

Es gibt wohl kaum eine Anlageklasse, die sich hierfür besser eignet als Anleihen. Grund dafür sind die fixierten Cashflows (Kupons und Rückzahlungsbetrag), welche im Gegensatz zu Aktien ein deutlich höheres Maß an Kalkulierbarkeit ermöglichen. Die Rendite einer (Unternehmens-) Anleihe besteht aus zwei Komponenten: Basiszins und Credit Spread. Der Credit Spread ist der Zinsaufschlag, den Investoren verlangen, um das mögliche Insolvenzrisiko (Default Risk) des Emittenten zu übernehmen. Wenn eine einjährige in Euro denominated Anleihe von Firma A

eine 10-prozentige Endfälligkeitsrendite aufweist und die einjährige Bundesanleihe (de facto das risikofreie Asset in der Eurozone) eine 2-prozentige Fälligkeitsrendite aufweist (der „Basiszins“), bedeutet dies, dass der Credit Spread der Anleihe bei 8 Prozent liegt. Mit dieser Information lässt sich dann die vom Markt, also von der Investoren-Community eingepreiste implizite Ausfallwahrscheinlichkeit (Implied Default Rate) ermitteln.

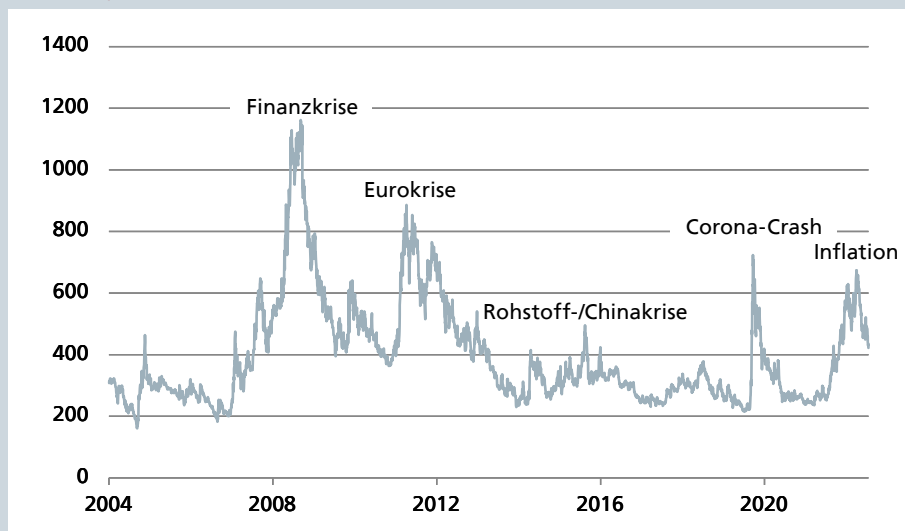
Die Logik dahinter ist die folgende: Wenn Investoren 8 Prozent Credit Spread für eine einjährige Anlage verlangen, müsste dies in Prinzip bedeuten, dass sie mit einer Ausfallwahrscheinlichkeit von 8 Prozent der Firma A für die nächsten 12 Monate rechnen. Allerdings ist das nicht ganz korrekt, denn wenn Firma A pleitegeht, stehen die Anleihegläubiger nicht

zwangsweise mit null da. Die Firma A hat vermutlich noch Vermögenswerte, die der Insolvenzverwalter im Falle eines Defaults verkaufen würde und damit könnte ein Teil der Anleihe zurückgezahlt werden. Anders gesagt: Die sogenannte „Recovery Rate“ ist nicht gleich null. Wenn die Recovery Rate der Anleihe 40 Prozent beträgt (was übrigens dem langfristigen Schnitt bei High Yield Bonds, die in den Default gehen, entspricht), bedeutet das für die Anleihegläubiger eine Rückzahlung in Höhe von 40 Prozent des Nominalwertes.

Implizite Ausfallwahrscheinlichkeit

Der Verlust ist dementsprechend nicht 100 Prozent, sondern nur 60 Prozent des Nominalwerts. Wenn die Investoren 8

Abbildung 1: 5-Jahre CDS Markt iTraxx Europe Crossover Index (in Basispunkten)



Quelle: Bloomberg, Stand 11. Januar 2023

Prozent Credit Spread verlangen, um für einen potenziellen Verlust von 60 Prozent kompensiert zu werden, dann rechnen sie mit einer Ausfallwahrscheinlichkeit der Firma A über die kommenden 12 Monate von 13,3 Prozent ($8/60 = 13,3$ Prozent).

Dieselbe Logik kann man auf sogenannte Credit Default Swaps (CDS) anwenden. CDS sind derivative Kontrakte, die als Versicherungen gegen die Insolvenz einer Firma dienen. Ein CDS garantiert, dass Anleihegläubiger den Nominalwert einer Anleihe zurückgezahlt bekommen, wenn der Emittent in der Zwischenzeit zahlungsunfähig wird. Der Kurs eines CDS notiert in Basispunkten. Wenn der einjährige CDS für Firma A mit 800 notiert, müssen Investoren also einen Betrag in Höhe von 8 Prozent des Nominalwerts der Anleihe bezahlen, um sich gegen die Insolvenz zu versichern. Wenn im Falle einer Insolvenz die Recovery Rate der Anleihe 40 Prozent sein wird, folgt daraus, dass CDS Investoren auch hier mit einer impliziten Ausfallwahrscheinlichkeit der Firma A über die kommenden 12 Monaten von 13,3 Prozent rechnen ($8/60 = 13,3$ Prozent). Auf Basis des Preises eines einjährigen CDS lässt sich also die eingepreiste implizite Ausfallwahrscheinlichkeit eines Anleiheemittenten auf Basis folgender (leicht vereinfachter) Formel berechnen:

$$\text{Preis CDS} = (1 - \text{RR}) \times iA,$$

RR = Recovery Rate

iA = implizite Ausfallwahrscheinlichkeit des Emittenten

$$\text{und somit: } iA = \text{Preis CDS} / (1 - \text{RR})$$

Credit Default Swaps werden nicht nur für einzelne Emittenten gehandelt, sondern es gibt auch CDS-Indizes (äquivalent zu Anleiheindizes), inklusive Indizes für High-Yield-Anleihen. Der CDS für den europäischen High-Yield-Markt (CDS auf den Markt iTraxx Europe Crossover Index) notiert aktuell bei 420 Basispunkten. Damit ist implizit eine kumulierte fünfjährige Ausfallwahrscheinlichkeit von 30 Prozent für den europäischen HY-Markt eingepreist (Annahme: durchschnittliche Recovery Rate = 40 Prozent).

Die Marktteilnehmer erwarten also, dass 30 Prozent der europäischen Firmen mit ausstehenden High-Yield-Anleihen in den nächsten fünf Jahren pleitegehen. Präziser gesagt: 30 Prozent des ausstehenden Volumens europäischer High-Yield-Anleihen wird in den nächsten fünf Jahren in den Default gehen. Seit der Gründung des europäischen High-Yield-Markts 1998 war das „dunkelste“ fünfjährige Zeitfenster für Insolvenzen die Periode 2007 bis 2011. Diese fünf Jahre beinhalten die Auswirkungen der Finanzkrise 2007/08 und der Eurokrise. Die kumulierte Ausfallrate erreichte damals knapp 13,5 Prozent (des gesamten ausstehenden High-Yield-Anleihevolumens). Momentan wird also eingepreist, dass über die nächsten fünf Jahre die Insolvenzrate im europäischen High-Yield-Markt 2,2-mal höher ausfallen wird als während der Finanzkrise und Eurokrise zusammen.

Sehr große Risikoaversion der Anleger

Eine andere Betrachtungsweise: Der durchschnittliche Credit Spread im europäischen High-Yield-Markt ist momentan so hoch, dass für Anleger, die mittels eines High-Yield-ETFs den kompletten Markt kaufen, selbst bei einer kumulierten Ausfallrate von 30 Prozent über die nächsten fünf Jahre keine Verluste anfallen würden. Im Gegenteil, diese High-Yield-Investoren würden immer noch so viel verdienen, als wenn sie heute eine fünfjährige Bundesanleihe kaufen: 2,25 Prozent per annum. Der Credit Spread der High-Yield-Anleihen würde von den Insolvenzen „aufgefressen“ werden, nicht aber der Basiszins.

Damit die Performance bei null liegt, müsste die Insolvenzrate im High-Yield-Markt über die nächsten fünf Jahre sogar bei über 40 Prozent liegen. Die Endfälligkeitsrendite im breiten europäischen High-Yield-Markt gemessen am ICE BofA Euro HY Index beträgt aktuell 7,4 Prozent; der Index weist eine durchschnittliche Duration von 3,1 auf. Im High-Yield-Markt ist definitiv zu viel Negatives eingepreist. Ende September 2022, als der fünfjährige CDS zeitweise über 650



Foto: FAM

Rui Soares



Portfolio-Manager/Investment Professional, FAM Frankfurt Asset Management, Frankfurt am Main

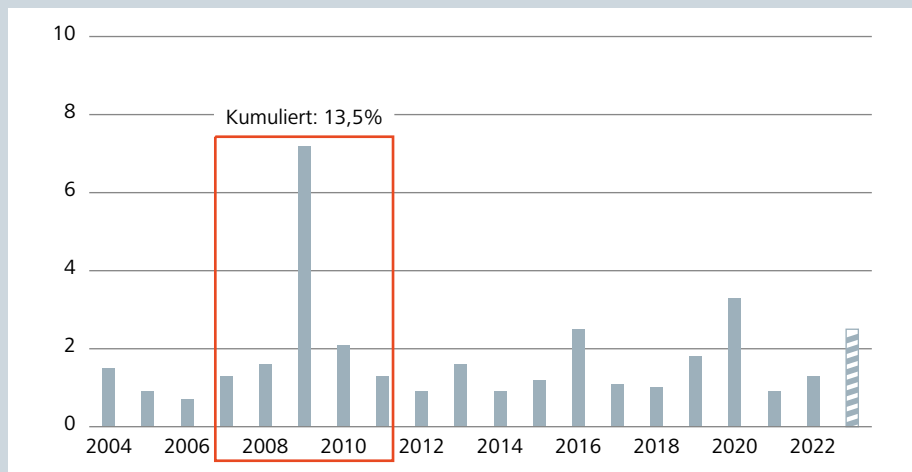
Beim Erstellen von Prognosen sieht Rui Soares Finanzprofis im Vorteil gegenüber anderen Segmenten. Durch täglichen Handel und Bewertung könne ermittelt werden, welche zukünftigen Entwicklungen bereits in den Kursen eingepreist seien. Damit lasse sich ermitteln, ob das Chance-Risiko-Profil der Wertpapiere attraktiv ist. Am besten geeignet ist seiner Meinung nach dafür die Anlageklasse Anleihe, da diese Wertpapiere mit ihren fixierten Cashflows eine deutlich bessere Kalkulierbarkeit ermöglichen als beispielsweise Aktien. Hier sieht der Autor vor allem im europäischen High-Yield-Markt derzeit ein attraktives Chance-Risiko-Profil, da er die implizite kumulierte fünfjährige Ausfallwahrscheinlichkeit von derzeit 30 Prozent als zu hoch erachtet. Seit 2004 sei die höchste tatsächliche kumulierte Ausfallrate in einem Fünfjahreszeitraum bei 13,5 Prozent gelegen. Soares sieht damit zu viel Negatives eingepreist. Eine mögliche Interpretation dieser Daten sieht er darin, dass die Risikoaversion der Anleger im High-Yield-Markt derzeit sehr groß ist. (Red.)

Basispunkte notierte, lag die implizite kumulierte Ausfallrate für die folgenden fünf Jahre sogar bei über 40 Prozent.

Sehr große Risikoaversion im High-Yield-Markt

Der aktuelle Wert von 420 Basispunkten im 5-Jahre CDS Markt iTraxx Europe

Abbildung 2: Kumulierte Ausfallraten in Fünfjahreszeitfenstern (in Prozent)



Quelle: 2004–2021 J.P. Morgan, Stand 6. Januar 2021; 2022–2023e Fitch Ratings, Stand 11. Januar 2023

Crossover Index (siehe Abbildung 1) impliziert eine kumulierte 5-jährige Ausfallwahrscheinlichkeit von 30 Prozent, was im historischen Kontext übertrieben erscheint: Im „dunkelsten“ fünfjährigen Zeitfenster von 2007 bis 2011 war die kumulierte Ausfallrate knapp 13,5 Prozent (siehe Abbildung 2). Eine mögliche Interpretation dieser Daten ist, dass die Risiko-

koaversion der Anleger im High-Yield-Markt momentan sehr groß ist. Es herrscht Angst vor einer Rezession verbunden mit einer Pleitewelle. Und genau dies macht den High-Yield-Markt äußerst attraktiv, denn die besten Investitionen haben eine Eigenschaft, die im High-Yield-Markt aktuell vorhanden ist: Sie sind typischerweise analytisch leicht zu erfassen,

aber gleichzeitig emotional schwierig umzusetzen, da man in solchen Situationen relativ einsam ist und wenige andere Investoren die Daten-basierte Meinung teilen. Im High-Yield-Markt steht ein potenzieller Investor momentan genau da: analytisch leicht, emotional schwierig. Hätte allerdings die Mehrheit der Investoren die Opportunität erkannt, wäre dies bereits eingepreist und die Opportunität hätte sich in Luft aufgelöst.

Attraktives Chance-Risiko-Profil

Der europäische Markt für High-Yield-Anleihen bietet interessierten Anlegern derzeit ein außerordentlich attraktives Chance-Risiko-Profil an. Um zu diesem Schluss zu kommen, bedarf es keinerlei großartig präzise Prognosen über die Zukunft. Man muss lediglich ermitteln, welche Risiken bereits in den Kursen der hochverzinslichen Wertpapiere eingepreist sind und sich etwas mit Historie beschäftigen. Niels Bohr wäre sicherlich begeistert.



Convex Opportunities Fund

Coming Soon!



Rui Soares, Investment Professional / Fund Manager



Lukas Grimm, Investment Professional / Fund Manager

FAM Frankfurt Asset Management AG | Taunusanlage 1 | 60329 Frankfurt am Main

+49 (0) 69 244 500 50 | info@frankfurtasset.com

frankfurtasset.com