

LANGFRISTIG VOR AKTIEN: EUROPEAN HIGH YIELDS

Nach der Assetklasse mit der langfristig besten Performance befragt, werden die meisten Anleger unweigerlich auf Aktien tippen. Hinsichtlich der Rendite haben europäische High Yields in den vergangenen 20 Jahren allerdings noch etwas besser abgeschnitten. Wird das Risiko, gemessen an der Volatilität, in die Betrachtung mit einbezogen, fällt der Vorsprung sogar recht deutlich aus. Diese Entwicklung sollte langfristig auch für die Zukunft gelten. Für viele Investoren ist der einjährige Ausblick aber von mindestens gleich hoher Bedeutung.

Vom Chance-Risiko-Profil her ist die Assetklasse „European Corporate

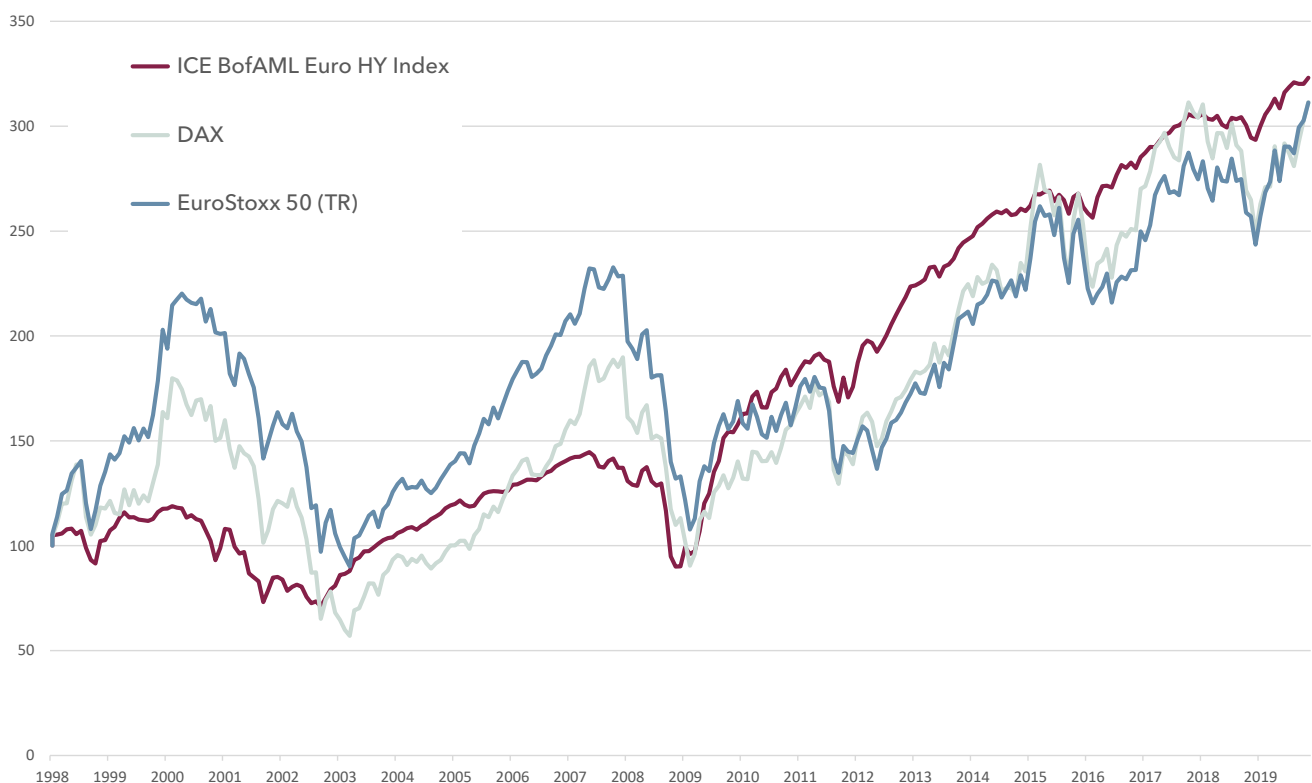
High Yields“ dem heimischen Aktienmarkt deutlich überlegen. Das zeigt die statistische Auswertung einschlägiger Rendite- und Risikokennziffern der beiden Anlagesegmente seit der Entstehung des Marktes für Euro-Hochzinsfirmenanleihen Anfang 1998. So haben beide Anlageklassen seither um über 200 Prozent zulegen können. Dabei liegt der ICE BofAML European High Yield Corporate Bond Index aktuell sogar noch circa 12 Prozentpunkte vor dem Euro Stoxx 50 TR und dem Dax.

Entscheidender sind aber die Unterschiede auf der Risikoseite, also bei den Kursschwankungen. So betrug die historische Volatilität bei Aktien

- gemessen am EuroStoxx 50 Total Return (inklusive Dividenden) - 18,5 Prozent versus nur 11,6 Prozent bei High Yields, repräsentiert durch den ICE BofAML European High Yield Corporate Bond Index. Risikoadjustiert sind High Yields den Aktien somit deutlich überlegen, was sich auch in der höheren Sharpe Ratio von 0,75 bei European High Yields versus 0,45 bei Aktien widerspiegelt.

Einer der wesentlichen Gründe für die vergleichsweise stabile Wertentwicklung bei Hochzinsfirmenanleihen dürften die im Vorhinein feststehenden Cashflows sein. Aufgrund der fixierten Zinszahlungen und der klar terminierten Rückzahlung zu 100 Pro-

HIGH YIELDS VS. AKTIEN SEIT 1998



Quelle: Bloomberg, ICE BofAML EURO HY Index (Index-Berechnung seit dem 1. Januar 1998)

zent bei Fälligkeit kann es zwar zu zwischenzeitlichen Schwankungen kommen, am Ende setzt sich aber immer der „Pull-to-Par“-Effekt durch – zumindest solange das Unternehmen nicht insolvent wird.

Die Vermeidung von Defaults ist bei passiver Abbildung des High Yield Marktes via ETFs nicht möglich, im Gegenteil wird der Anleger bei Firmenpleiten dabei sein. Problematisch gestaltet sich bei den HY-ETFs außerdem das Thema „Mittelflüsse“, weil die zugrunde liegenden Bonds in der Regel nicht liquide genug sind, um effizient aus- oder einzusteigen (hohe Bid-/Ask-Spreads). Da ETFs aber oftmals auch „taktisch“ genutzt werden, sind genau solche Mittelflüsse eine Realität.

Die bessere Alternative ist bei High Yields daher ein aktiver Fonds, der in der Lage ist, die Benchmark zu schlagen. Mittels fundamentaler Kreditanalyse ist es möglich, die meisten Defaults zu umschiffen. In diesem Zusammenhang hat sich das Credit Scoring Model der FAM bewährt, welches auf quantitativen und qualitativen Kriterien aufbaut.

Die Zweiteilung des High Yield Marktes

Auf lange Sicht, zum Beispiel zehn Jahre, ist damit zu rechnen, dass European Corporate High Yields auch weiterhin aktienähnliche Returns bei geringeren Schwankungen produzieren. Viele Investoren benötigen für ihre Asset Allokation jedoch auch eine Einschätzung auf Jahressicht. Der folgende Ausblick richtet sich deshalb auf die Chancen und Risiken, die diese Assetklasse 2020 mit sich bringen wird.

Auf den ersten Blick bieten europäische Hochzinsfirmenanleihen inzwischen nur noch einen Credit Spread von rund 350 Basispunkten. Daher ist oft die Aussage zu hören, dass High Yields nicht mehr attraktiv seien. Genauere Analysen zeigen jedoch, dass es unter der Oberfläche deut-

FAM LONG CREDIT SCORING MODEL	
<p>Quantitative Analyse</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ GuV & Bilanz ▪ Cashflow-Generierung ▪ Verschuldungsgrad ▪ Liquidität 	<p>Qualitative Analyse</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Stärken & Herausforderungen ▪ Makrorisiken & Sektorzyklizität ▪ Strukturelle Wettbewerbsvorteile
<p>Recapitalisation Chance</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Börsennotierung ▪ Investorenqualität ▪ Politische Interessen 	<p>Bondspezifische Kriterien</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Senior Secured vs. Unsecured ▪ Transparenz der Finanzstruktur ▪ Prospekt, anwendbares Recht

Quelle: FAM Frankfurt Asset Management AG

lich anders aussieht. So notiert ein signifikanter Anteil der ausstehenden Hochzinspapiere weit unter Par und bietet damit zweistellige Ablaufrenditen. Diese Quote ist mit circa zwölf Prozent derzeit so hoch wie zuletzt 2016, als an den Börsen aufgrund von Konjunktursorgen um China und des Rohstoff-Crashes eine ausgeprägte Krisenstimmung herrschte. Gleichzeitig notieren aktuell aber auch viele HY-Bonds deutlich über Par und haben

somit eine Yield-to-worst (schlechteste Rendite bezogen auf Endfälligkeit oder Kündigungsmöglichkeit durch den Emittenten) im Bereich von lediglich zwei Prozent, woraus sich ein schlechtes Chance-Risiko-Profil ergibt.

Stellt sich die Frage, worauf sich die beschriebene „Zweiteilung“ des HY-Marktes („Dispersion“) zurückführen lässt. Hauptverantwortlich ist dafür in erster Linie die immer kleiner werdende Käuferschicht für den riskantesten Teil des HY-Marktes. Hierzu zählen Anleihen mit CCC-Rating und/oder Firmen, bei denen es gravierende operative oder finanzielle Probleme gibt. Während die Banken ihre Eigenhandelsbücher bekanntlich schon vor Jahren in Richtung null gefahren haben, zeigen sich inzwischen auch die Assetmanager immer zurückhaltender. Selbst klassische High Yield Mandate können aufgrund verschärfter Regularien und/oder einer defensiveren Firmenkultur (die „Cover-my-Ass-Mentalität“ nimmt zu) nur in der Breite mitsegeln, ohne dabei echte Risikopositionen abseits der üblichen Benchmark aufzubauen. Da als potenzielle Käufer in diesem Bereich damit in der Regel nur noch Hedgefonds oder Distressed Debt Funds übrig bleiben, werden problembehaftete Emittenten und Anleihen überproportional abgestraft.

ÜBER DEN AUTOR

Ottmar Wolf ist Vorstand der Frankfurt Asset Management AG, einer unabhängigen und inhabergeführten Vermögensverwaltung mit Sitz in Frankfurt. Er hat seine Wurzeln im Optionshandel und im Privatkundengeschäft. Schon seit den 1990er Jahren hat er sich intensiv mit Hochzinsanleihen (High Yield Bonds) beschäftigt und hierzu auch diverse Fachartikel veröffentlicht. 2019 hat er in der Kategorie „Bond Euro“ den renommierten Lipper Fund Award gewonnen. Bei der FAM AG verantwortet Wolf unter anderem das Portfoliomanagement und die Kundenbetreuung.

www.frankfurtasset.com

FAM QUICK CREDIT SCORING - AKTUELLE BEISPIELE						
	Laufzeit	Rendite	Bilanz	GuV/CF	Relevanz	Quick Score
Burger King France (Fastfood)	2022	6,6 %	Orange	Green	Green	Green
CMA CGM (Globale Nr. 4 bei Shipping)	2025	11,5 %	Orange	Green	Green	Green
Coty (Globale Nr. 3 bei Beauty)	2026	5,3 %	Orange	Green	Green	Green
Douglas (Nr. 1 Parfümeriekette in Europa)	2023	21,5 %	Orange	Green	Green	Green
Upfield (Globale Nr. 1 bei Margarine)	2026	5,8 %	Orange	Green	Green	Green
Nordex (Windräder)	2023	4,9 %	Green	Red	Orange	Red
Takko (Retail/Bekleidung)	2023	6,8 %	Orange	Green	Red	Red
TAP (portugiesische Airline)	2024	5,9 %	Red	Red	Green	Red

Quelle: FAM Frankfurt Asset Management AG, Stand 10. Dezember 2019

Nicht zu vergessen ist natürlich auch das Makro-Umfeld: Aufgrund der konjunkturellen Risiken ist eine gewisse Vorsicht gerade bei zyklischen Firmen durchaus angebracht, denn die schwächsten Namen könnten im Falle einer Rezession in gravierende operative Schwierigkeiten geraten, die dann in Liquiditätsengpässen und/oder Refinanzierungsproblemen münden.

Geringe Nachfrage sorgt für attraktive Gelegenheiten

Für die noch am Markt verbliebenen Investoren mit der Bereitschaft, Risiko in die Bücher zu nehmen, ergeben sich durch die aktuelle Situation natürlich besondere Chancen. Die FAM Frankfurt Asset Management AG ist bereit, diese Chancen für ihre Vermögensverwaltungskunden und Fondsanleger entsprechend wahrzunehmen. Dabei verfolgt der FAM Renten Spezial einen Bottom-Up-Ansatz. Jede Hochzinsanleihe, die es durch

das FAM Long Credit Scoring Model schafft und aufgrund ihrer Rendite ein gutes Chance-Risiko-Profil aufweist, wird in den Fonds aufgenommen. Derzeit notiert rund ein Sechstel der Bestände unter 85 Prozent. Hierin ist auch die wesentliche Erklärung dafür zu sehen, dass die Portfoliorendite des Fonds seit geraumer Zeit im Bereich zwischen sechs und sieben Prozent liegt. Sofern es zu einer breiten Wertaufholung im Bereich European High Yields kommen sollte, ist damit auf Jahressicht eine hohe einstellige Performance denkbar.

Dabei ist es trotz der bewussten Übernahme von Risiken, die von anderen Marktteilnehmern gemieden werden, das Ziel des FAM Renten Spezial, Defaults unbedingt zu vermeiden. Bislang ist dies seit Fondsaufgabe im September 2015 auch durchweg gelungen. Gleichzeitig ist das Portfolio immer breit gestreut und Einzelrisiken liegen in der Regel bei maximal drei bis vier Prozent des

Fondsvolumens. Um flexibel agieren zu können, hält der Fonds zudem immer einen signifikanten Anteil an Investment-Grade-Bonds und Cash. Diese Quote lag 2019 bei durchschnittlich 25 bis 30 Prozent.

Fazit und Ausblick

Noch ist offen, ob es 2020 zu einer Rezession kommen wird. Sollte diese weiterhin ausfallen, so ist früher oder später mit einer Kurserholung auch der riskantesten Hochzinsfirmenanleihen zu rechnen. Bis dahin wird der FAM Renten Spezial die laufende Rendite in Höhe von rund fünf Prozent einfahren. Der Anlagehorizont sollte bei risikobehafteten Assetklassen wie High Yields jedoch immer einige Jahre betragen und sich keinesfalls nur auf das kommende Jahr beziehen. Zudem müssen Einzeltitelrisiken stets gestreut und auch permanent überwacht werden.