

Diesen Monat  
im Gespräch:



CHRISTIAN MALLEK  
SIGAVEST Vermögensverwaltung



ERIC WIESE  
NFS Hamburger Vermögen



HEIKO LÖSCHEN  
Mademann & Kollegen



MARC HAEGERT  
Bank für Vermögen



THOMAS  
BÖCKELMANN  
Vermögensmanagement  
EuroSwitch

# BBBomben- stimmung

Droht bei Unternehmensanleihen die Explosion einer BBB-Bombe? Bei einem wirtschaftlichen Einbruch könnte es vor allem bei Unternehmensanleihen aus den USA zu heftigen Folgen kommen.

Eigentlich sind Unternehmensanleihen mit einer Bewertung von BBB auf der sichereren Seite des Anleihe-Universums angesiedelt. Denn Firmen, deren Anleihen mit BBB bewertet sind, sind immer noch als Investment Grade eingestuft. Immerhin! Aber aufgrund der anhaltenden globalen Niedrigzinspolitik befinden sich eben auch sogenannte Zombie-Firmen unter den Unternehmen, die sich mit einem BBB-Rating rühmen dürfen. Sie werden durch die Niedrigzinspolitik künstlich am Leben gehalten – und könnten bald eine dicke Bombe zünden.

Denn wenn es zu einem globalen wirtschaftlichen Abschwung kommt oder die USA in die Rezession schlittert, stehen Unternehmensanleihen mit einer Höhe von 2,2 Billionen US-Dollar auf dem Spiel. Auf diese Größe ist der Markt der BBB-bewerteten Unternehmensanleihen inzwischen angewachsen. Laut einer Studie von Morgan Stanley lag das Volumen dieser Anleihen im Jahr 2008 noch bei 770 Milliarden US-Dollar. Die US-Investmentbank hat ausgerechnet, dass ziemlich exakt die Hälfte dieser Gelder, inzwischen also 1,1 Billionen US-Dollar, die Gefahr eines Downgrades betrifft; sie würden also in den Bereich der Hochzinsanleihen abrutschen und für viele Investoren aus regulatorischen Gründen nicht mehr investierbar sein.

Aber sehen Vermögensverwalter und Fonds-Selektoren im aktuellen Marktumfeld tatsächlich eine Gefahr bei Unternehmensanleihen? Hat sich ihre Allokation dahingehend verändert? Und welche Fonds werden für Corporates allokiert? ●



Chefredakteur  
Citywire Deutschland

CHRISTIAN MALLEK | SIGAVEST  
Vermögensverwaltung

## Keine festen Quoten

Fakt ist, dass sich trotz eines jahrelangen Wirtschaftsaufschwungs die Kreditqualität der Unternehmen verschlechtert hat. Vor allem in den USA ist der Bereich der BBB-Anleihen enorm gewachsen und beträgt rund 50 Prozent des gesamten Volumens der Corporate Bonds. Hintergrund dieser Anleihen-Orgie waren häufig nicht Investitionen in den Geschäftsbetrieb, sondern die Finanzierung von Aktien-Rückkaufprogrammen. Kommt es zu einer Rezession in den USA, wird es zwangsläufig zu Abstufungen in den Non-Investmentgrade-Bereich kommen, die erhebliche Verwerfungen an den Anleihemärkten zur Folge haben werden. In unseren Vermögensverwaltungsmandaten sowie auch in unserem SIGAVEST Vermögensverwaltungsfonds gibt es keine festen Quoten für bestimmte Ratingklassen. Vielmehr sind wir auf der Suche nach Spezialisten, die unseren Kunden einen Mehrwert für die jeweilige Risikomentalität bieten. Diese finden wir im Bondbereich aktuell vor allem im von Hans-Jürgen Friedrich gemanagten Deutschen Mittelstandsanleihen Fonds. Friedrich verfügt über jahrelange Erfahrung in diesem speziellen Segment des Anleihesektors und hat in den vergangenen Jahren seine Ziele stets erreicht. Der Fonds hat eine SRRRI von 3. Als weitere Alternative investieren wir in den Capitulum Weltzins Fonds von Lutz Röhmeyer, der in höher verzinsten Emerging-Market-Weichwährungen investiert. Das durchschnittliche Emittenten-Rating liegt dort sogar bei A, die SRRRI ebenfalls bei 3.

ERIC WIESE | NFS Hamburger Vermögen

## Zu Hochzinsanleihen gezwungen

Vermögensverwalter haben im Niedrigzinsumfeld grundsätzlich das Problem, ihre Rentenquote mit rentablen Anlagen zu erfüllen. Gerade in ausgewogenen oder konservativen Portfolios ist die Aktienquote begrenzt, zivilrechtlich gilt die Anlageklasse Anleihen immer noch als Synonym für eine defensive Anlage. Anleihen sind somit seit jeher fester Bestandteil in den festgelegten Assetquoten eines Vermögensverwaltungsvertrages. Um mit Anleihen aber zumindest die Kosten und vielleicht sogar eine Rendite

„ES HAT SICH GEZEIGT, DASS IN TURBULENTEN MARKTPHASEN IRRATIONALE BEWERTUNGEN FÜR SOLCHE PAPIERE AUFTRETEN.“

zu erwirtschaften, ist man aktuell quasi gezwungen, das Rentenportfolio mit Hochzinsanleihen zu ergänzen. Die darin liegende Gefahr sehe ich allerdings weniger in dem Ausfallrisiko. Dies kann durch gutes Research minimiert werden. Es hat sich jedoch gezeigt, dass gerade in turbulenten Marktphasen irrationale Bewertungen für solche Papiere auftreten, da diese teilweise illiquide werden. Wir selbst setzen keine speziellen High-Yield-Fonds oder BBB-Einzelpapiere ein, sondern suchen eher Fonds, die dem Manager größtmögliche Freiheiten lassen, um Renditechancen im Anleihenbereich zu suchen und zu finden. Ihm obliegt es somit, BBB-Anleihen einzusetzen oder eben nicht. Bewährte Beispiele dafür sind der M&G Optimal Income Fund mit einer aktuellen BBB-Gewichtung von etwa 45 Prozent.

„DAS RISIKO-MANAGEMENT GENIEßT BEI DEN BBB-ANLEIHEN HÖCHSTE PRIORITÄT.“

HEIKO LÖSCHEN | Mademann & Kollegen

## Chancen in volatilen Phasen

Generell sehen wir aktuell keine erhöhte Gefahr in diesem Marktsegment. Die Einzelanalyse der Emittenten war, ist und wird immer der Erfolgsgarant für das jeweilige Investment bleiben. Das ist nicht neu. In volatileren Phasen ergeben sich immer wieder neue Chancen. Wir haben die Entwicklung der vergangenen sechs Monate genutzt und haben ganz gezielt unsere Investitionen aus den riskanteren hybriden Anlageformen in Richtung des BBB-Segmentes verändert. Somit ist nun mehr Qualität in den Portfolios und die Risiken sind niedriger. Die Zinsen werden nachhaltig niedrig bleiben und somit liefert das Anlagesegment der BBB-Anleihen im Rahmen der Gesamtallokation einen wichtigen Beitrag zum Gesamtergebnis der Anlagestrategie für die uns anvertrauten Gelder. Etwaige Zinssenkungstendenzen werden diesen Effekt verstärken. Das Risikomanagement genießt bei den BBB-Anleihen höchste Priorität. Wo wir keine Einzeltitel allokkieren, setzen wir gerne den ACATIS IfK Value Renten A, den Flossbach von Storch - Bond Opportunities oder den OVID Infrastructure HY Income UI ein.

THOMAS BÖCKELMANN  
Vermögensmanagement EuroSwitch

## Ansehnliche Renditen

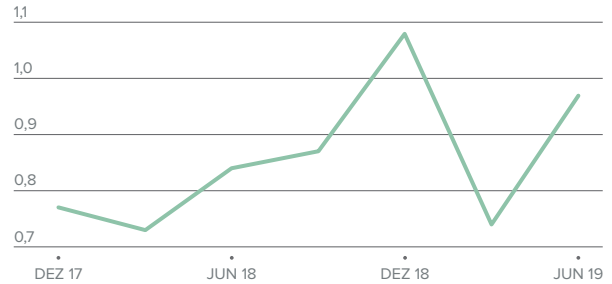
Im Fall einer Rezession kann der hohe Marktanteil des BBB-Segmentes zu einer Falle für die Marktteilnehmer werden, die ihre Renditeerwartungen nicht dem Niedrigzinsumfeld angepasst haben und daher die Risiken durch den Einkauf derartiger Papiere mitsamt Ausfallrisiken signifikant erhöht haben. Wir bezweifeln, ob diese Tatsache allen Anlegern tatsächlich bewusst ist. Der Zinsaufschlag zu Staatsanleihen dürfte kaum die Risiken kompensieren. Ferner sind Liquiditätsgapen an den Märkten zu erwarten, falls es zu einem Verkaufsdruck kommt. Dazu können schon wenige Bonitätsabstufungen bekannterer Adressen führen. Angesichts des Renditenotstandes sind auch wir angehalten, uns prinzipiell mit dem Segment nicht nur makroökonomisch aus-

„IM FALL EINER REZSSION KANN DER HOHE MARKTANTEIL DES BBB-SEGMENTES ZU EINER FALLE WERDEN.“

einanderzusetzen. So lassen sich mit US-Dollar-Anleihen mit entsprechendem Bewusstsein für das Währungsrisiko recht ansehnliche Renditen erzielen. Allerdings kommen Direktanlagen kaum noch in Frage, da die PRIIP- und neue Prospektverordnung dazu geführt haben, dass mittlerweile mehr als 75 Prozent der in Deutschland notierten Anleihen für Privatanleger nicht mehr erworben werden können. Insofern bleibt im Anleihe-segment die Selektion hervorragender Manager. Hier meiden wir ein zu großes Exposure im niedrigen Bonitätsbereich und konzentrieren uns neben Kapitalschutzaspekten (DNCA Alpha Bonds) auf hohe Renditeperspektiven nachrangiger Anleihen vorwiegend erstklassiger Emittenten (GAM Star Credit Opportunities) sowie Schwellenländer (Petercam Emerging Markets Sustainable Bonds).

## Bid-Ask-Spread von High Yield

Möglicherweise ein Indikator für Tendenzen im BBB-Bereich?



QUELLE: PIMCO

MARC HAEGERT | Bank für Vermögen

## Es wird spannend

„Ja, sind die denn alle verrückt?“ Diese Frage schoss mir die vergangenen Tage durch den Kopf, als ich mir die Entwicklung der Unternehmensanleihen und des Anleihemarktes insgesamt genauer angeschaut habe. Die Entwicklung seit Sommer 2018 ist geradezu unglaublich – vor allem bei Unternehmensanleihen! Diese Entwicklung hat sich seit Mai dieses Jahres nochmals verschärft. Natürlich freuen wir uns über die Wertentwicklung, die wir mitnehmen konnten. Wir sind jedoch auch skeptisch, weil die Renditen so stark gefallen sind. Wir allokieren im Rahmen unserer Vermögensverwaltungsstrategien in Fonds und geben den Managern in den meisten Fällen gerne größere Handlungsspielräume, insbesondere bei Anleihen. Aufgrund der Entwicklung überlegen wir, aus dem Anleihebereich Gewinne mitzunehmen, oder gezielt in Fonds mit kürzerer Duration zu wechseln. Wir glauben nicht daran, dass sich diese Entwicklung das ganze Jahr hindurch fortsetzen wird. Gerade bei den BBB-Unternehmensanleihen kann es spannend werden. Ein Downgrade von fünf Prozent der Emittenten würde ein Wachstum des BB-Bereiches um rund 50 Prozent bedeuten. Stress ist da programmiert. Die aufkommenden Chancen könnten dann mit einem Fallen-Angels-Fonds nutzen. Wir allokieren deswegen unter anderem den FvS Bond Opportunities und den Phaidros Fallen Angels.

## Performance trotz Downgrade-Gefahr

Die besten Fondsmanager für Unternehmensanleihen – EUR

Über die vergangenen drei Jahre bis Ende Mai 2019

PLATZ	MANAGER	FONDS	PERFORMANCE
1	Jacob Topp	Nordea 1 – European Financial Debt	17,2%
2	Anthony Smouha & Grégoire Mivelaz	GAM Star Credit Opportunities	13,6%
4	Thomas Hoefler	Zurich Corporate Bonds Long	13,3%
5	Steffen Quast	LBBW RentaMax LBBW Unternehmensanleihen Euro Select LBBW Unternehmensanleihen Euro Offensiv	11,5%

QUELLE: Citywire-Datenbank